UNIVERSITE DE PARIS. — FACULTE DE DROIT

La Réforme Monétaire anglaise

THESE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 3 Mars 1928 à 14 heures

PAR

Georges GAUSSEL
Licencié ès lettres
Diplômé d'Etudes Supérieures d'Histoire

Président : M. Allix, professeur.
Suffragants : MM. Oualid, professeur
Lescure, professeur.

PARIS
LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE
49, Boulevard Saint-Michel, 49

1928

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41553023_0022

THESE POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITE DE PARIS. — FACULTE DE DROIT

La Réforme Monétaire anglaise

THESE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 3 Mars 1928 à 14 heures

PAR

Georges GAUSSEL
Licencié ès lettres
Diplômé d'Etudes Supérieures d'Histoire

Président : M. ALLIX, professeur.
Suffragants : MM. OUALID, professeur
LESCURE, professeur.

PARIS
LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE
49, Boulevard Saint-Michel, 49

1928

BIBLIOTHEEK
RIJKS
UNIV.
LEIDEN

INTRODUCTION

L'or servait avant la guerre d'étalon des valeurs dans la plupart des nations civilisées. Son usage comme tel ne remontait pas à une date très ancienne. Au XIXe siècle, il avait longtemps partagé ce rôle avec l'argent et il n'était parvenu à supplanter le métal blanc qu'au bout d'une âpre controverse. Dans les premières années du XXe siècle, sa suprématie était incontestée.

Cet étalon-or avait, du reste, d'inappréciables mérites. Le principal était sa stabilité. La production annuelle de métal jaune variait peu. L'industrie en absorbait une part. Le surplus s'employait à satisfaire les besoins d'instruments monétaires qui augmentaient avec le dévelopement de la richesse et de la production. Ainsi le niveau des prix se trouvait dans l'ensemble maintenu stable, tout en manifestant une légère tendance à la hausse qui favorisait l'essor du commerce mondial.

La stabilité relative de l'or avait été encore accrue par la politique instinctive ou raisonnée des grandes banques centrales. Tandis qu'à l'origine l'augmentation du stock de métal qu'elles détenaient

se traduisait immédiatement par une augmentation de la circulation fiduciaire et du volume du crédit, dans les années qui précédèrent le conflit de 1914, il n'en était plus exactement de même. Les Instituts d'Emission des principales puissances, pour limiter les variations des prix, avaient pris l'habitude de réglementer l'offre et la demande d'or, élevant la proportion de leurs réserves à leurs engagements dans les périodes où la production de métal jaune était abondante, la diminuant si l'or venait à se faire rare. C'était la naissance d'une *direction* de l'or.

La guerre allait rompre et précipiter cette évolution. La suppression par les belligérants de la frappe libre et de la convertibilité des billets, la multiplication des instruments de circulation et de crédit eurent pour conséquence la substitution à l'étalon-or d'un étalon de papier. Seuls demeuraient fidèles au métal jaune la plupart des pays neutres. Or les nécessités militaires, en forçant les belligérants à d'énormes importations, firent refluer des quantités d'or considérables vers les nations qui ne prenaient pas part au conflit. L'or devint pour elles surabondant et la dépréciation qui en résulta y provoqua une forte hausse des prix.

Pour remédier à cet inconvénient, diverses mesures furent envisagées et mises à l'épreuve. La Suède, fermant son Hôtel des Monnaies et refusant le métal jaune qui perdait de sa valeur, rêva d'une monnaie de papier sagement contrôlée qui pourrait s'élever au-dessus de l'or. L'expérience, malheu-

reusement, ne réussit pas. Le métal jaune continua à s'infiltrer dans la circulation suédoise et les dirigeants de l'Institut d'Emission, devant les profits qui en résultaient pour eux, n'eurent pas la vertu nécessaire pour arrêter la planche à billets.

Les Etats-Unis furent plus heureux. Si, durant la guerre, l'inflation d'or y sévit aussi, ils parvinrent après la crise économique de 1921 à maintenir la stabilité des prix, malgré les quantités d'or prodigieuses qu'ils ne cessaient d'importer, en augmentant la couverture métallique de leur circulation et en substituant des certificats d'or intégralement gagés à des billets de banque en partie fiduciaires. « Politique coûteuse qui consiste à enterrer dan les caves de Washington ce que les mineurs du Rand ont péniblement amené à la surface » et qui aboutit à donner à l'or une valeur artificielle.

Tandis que dans les pays neutres et aux Etats-Unis, diverses expériences étaient tentées sur l'étalon-or, l'étalon de papier, chez les belligérants, inspirait aux économistes d'intéressantes réflexions. L'idée que la valeur d'une monnaie dépend en définitive bien plus de son utilité et de sa plus ou moins grande rareté que de sa valeur intrinsèque les conduisait à penser qu'il suffirait de réglementer concurremment le volume de la circulation de papier et du crédit pour obtenir une monnaie étalon dont la stabilité dépasserait de beaucoup celle de l'or et dont la souplesse correspondrait mieux aux conditions économiques complexes de l'après-guerre. C'est la théo-

rie de la « monnaie dirigée », infiniment séduisante et qui n'a que le tort très réel d'être en avance sur son temps.

Les conséquences désastreuses du papier monnaie dans certains pays européens au lendemain de l'armistice devaient détourner la plupart des Etats d'une circulation purement fiduciaire et les inciter à revenir au métal jaune. Les événements ne se sont pas fait attendre. Successivement, et par des voies diverses, plus de vingt pays ont rétabli l'étalon-or. D'autres s'apprêtent à les suivre. Selon l'expression d'un banquier anglais « le monde entier retourne à son ancien amour ».

Mais cette résurrection du passé ne saurait être complète. L'expérience des dernières années ne peut être perdue. L'idée de « monnaie dirigée » que l'étalon de papier avait fait naître tend à s'appliquer à l'or. De plus en plus on songe à réglementer la valeur du métal jaune. Ainsi se poursuit une évolution que nous avions vu débuter à la veille de la guerre dans la conduite que tenaient alors les Instituts d'Emission. L'avenir lui appartient.

*
* *

Parmi les réformes monétaires récentes qui ont eu pour principe le retour au métal jaune, celle accomplie par le Royaume-Uni en avril 1925 nous a paru particulièrement digne d'attention.

L'Angleterre était, avant la guerre, le pays par

excellence de l'étalon-or. M. Hartley Withers pouvait écrire en 1911 non sans quelque fierté : « Une monnaie immédiatement et incontestablement convertible en or, seul instrument de payement qui soit universellement et toujours acceptable dans les pays économiquement civilisés ne peut être obtenue qu'à Londres ». Si l'on ajoute à cela que la technique bancaire approchait en Angleterre de la perfection, que le développement du crédit y avait été poussé aussi loin que possible, on comprendra que la Cité ait été avant 1914 le premier marché financier de l'univers.

Cette suprématie que la guerre lui avait ravie, la réforme de 1925 a eu pour dessein de la lui rendre. C'est assez dire l'importance qui s'y attache et cela suffit, nous semble-t-il, à légitimer notre choix. Mais d'autres raisons de l'étudier nous apparaissent.

Nous y trouverons d'abord un enseignement. La politique courageuse du Royaume-Uni dans les années qui ont préparé la réforme, les moyens auxquels il a recouru pour la réaliser et pour assurer son succès, enfin les conséquences qu'elle a eues sont autant de précédents à méditer. Dans la mesure où les comparaisons sont possibles, l'Angleterre nous montre la voie à suivre.

A cet avantage pratique s'ajoute, à nos yeux, un intérêt théorique plus profond. La Grande Bretagne, patrie de l'économie politique, est restée ce qu'elle fut. Des économistes comme Keynes et comme Hawtrey sont à la hauteur de l'héritage que leur ont trans-

mis Adam Smith et Ricardo. Au cours de notre travail, nous serons en contact constant avec leurs doctrines. Si le bref aperçu que nous en donnons incline à les approfondir, notre effort n'aura pas été tout à fait vain.

CHAPITRE PREMIER

Les préliminaires de la réforme et le rapport du comité Bradbury

Le 28 avril 1925, M. Winston Churchill, Chancelier de l'Echiquier, annonçait officiellement à la Chambre des Communes le retour de l'Angleterre à l'étalon-or. Cette décision était la conclusion d'une série d'efforts, méthodiques et courageux, entrepris dans les années qui ont suivi la guerre par le Gouvernement Britannique pour assainir ses finances.

Nous n'avons pas ici à retracer en détails l'histoire de cet assainissement (1). Qu'il nous suffise d'en marquer les principales étapes.

Dès avant la fin des hostilités, le gouvernement anglais s'était préoccupé du problème monétaire. La *Commission d'enquête sur la situation monétaire et les changes étrangers*, plus connue sous le nom de *Comité Cunliffe*, s'était prononcée en faveur du re-

(1) Voir à ce sujet l'ouvrage classique de M. Charles Rist : « *La Déflation en pratique* », Paris, 1924, et la thèse de M. Edgar Bonnet : « *La politique anglaise d'assainissement monétaire* (1918-1922) », Paris, 1923.

tour à l'étalon-or et elle avait indiqué au gouvernement les mesures indispensables pour le réaliser. Elle préconisait notamment la cessation des emprunts d'Etat et de l'inflation, l'équilibre du budget, voire le superéquilibre, permettant par l'excédent des recettes fiscales l'amortissement progressif de la dette, la limitation légale de l'émission des billets pour éviter l'expansion du crédit. Allant plus loin, elle conseillait la diminution de la circulation fiduciaire, l'accumulation d'un stock d'or considérable à la Banque d'Angleterre et l'utilisation du taux de l'escompte pour freiner les sorties de métal jaune, la réduction des moyens de circulation existant jusqu'à ce que le change revienne au pair ; lorsque ce résultat serait obtenu, les currency notes non couverts seraient considérés comme un résidu d'inflation et transférés du Département des Currency-Notes à la Banque d'Angleterre. Enfin, le Comité Cunliffe déclarait indispensable, pour assurer l'élasticité de la circulation, le maintien de la disposition exceptionnelle du « Currency and Bank-Notes Act », autorisant la Banque, avec le consentement de la Trésorerie, à élever temporairement son émission fiduciaire.

Le but proposé était, comme on le voit, le retour au pair métallique d'avant guerre, mais sans frappe libre ; les moyens : une politique fiscale énergique conduisant à une politique monétaire de déflation qui, en augmentant la couverture des billets, mettrait leur convertibilité hors de doute.

Le gouvernement britannique s'inspira de ces

recommandations. Dès le début de 1919, il édicta des mesures fiscales rigoureuses. Le budget de 1919-1920 était encore en déficit. Celui de 1920-1921 accusa un excédent de recettes de 230 millions de livres sterling ; ceux des quatre années suivantes (de 1921 à 1925) des excédents respectifs de 45 millions, 101 millions, 48 millions et 3 millions.

Ces excédents de recettes furent employés à l'amortissement de la dette, particulièrement de la dette flottante. Les avances par voies et moyens, la forme la plus dangereuse de cette dette, furent en grande partie remboursées; les avances de la Banque d'Angleterre qui étaient comprises dans les avances par voies et moyens, sans qu'on puisse faire exactement le départ entre elles et les avances des Départements publics, étaient tombées à zéro dès le 11 août 1923. Quant aux Bons du Trésor, ils atteignaient, à la même date, le chiffre de 596 millions, en diminution de plus de 60 millions sur ce qu'ils étaient deux ans auparavant.

La réduction de la dette à long terme apparaît, au premier abord, moins sensible. Elle a même légèrement augmenté en 1923. Le fait s'explique par les nombreuses conversions entreprises par le gouvernement qui, en diminuant sensiblement la charge des intérêts et en transformant la dette à court terme en dette à plus long terme, ont légèrement accrû le montant nominal de cette dette.

Si la politique fiscale du gouvernement anglais fut méthodique et courageuse, sa politique monétaire

témoigna de moins d'initiative. On a souvent fait honneur — ou grief — aux hommes d'état britanniques de leur politique de déflation. Il semble bien qu'ils n'aient mérité ni l'un ni l'autre. La déflation qu'a connue l'Angleterre à partir de 1920 fut, comme l'a montré excellemment M. Rist, une déflation *spontanée*, conséquence de la baisse des prix, provoquée par la crise de 1920, non une déflation *voulue*, résultat d'une politique méthodique suivie par le gouvernement. Les moyens de circulation abondants qu'avaient nécessités les hauts prix et les hauts salaires devinrent inutiles en période de baisse des prix et de chômage ; ils refluèrent vers les banques, à qui l'Etat les remboursa avec ses excédents budgétaires. Ainsi ce fut la baisse des prix qui provoqua la déflation ; non, comme on le croit trop souvent, la déflation qui fut cause de la baisse des prix (2).

Si la déflation ne fut pas voulue par le gouvernement britannique, il faut reconnaître du moins qu'elle fut favorablement accueillie et par les milieux gouvernementaux et par la Banque d'Angleterre. Elle facilitait en effet grandement l'application des mesures que le Comité Cunliffe avait préconisées dans le but d'un retour rapide à l'étalon-or.

(2) Ce phénomène, mis en lumière par M. Rist au sujet de la déflation ne lui est pas particulier. L'inflation elle-même présente une situation comparable : M. Aftalion a montré (« *Monnaie, Prix et Change* », Paris, 1927) que bien souvent ce n'est pas l'inflation qui cause la hausse des prix, mais celle-ci qui provoque l'inflation.

Suivant les recommandations de ce comité, M. Chamberlain avait fait aux Communes, le 15 décembre 1919, une déclaration importante, dans laquelle il annonçait notamment la fixation d'une limite maximum à l'émission des currency-notes et la nécessité d'une remise de billets de banque d'Angleterre comme couverture à l'émission de currency-notes au-dessus de ce maximum. Comme les billets de la Banque d'Angleterre sont eux-mêmes gagés par de l'or dans une proportion fixe, c'était mettre un terme à l'émission fiduciaire. Mesure excellente, mais qui risquait de demeurer vaine, si une baisse des prix n'était pas venue la fortifier. Les currency-notes en circulation qui avaient atteint 367 millions de livres sterling à la fin de 1920 tombèrent en 1921 à 325 millions et à 301 millions en 1922 ; leur chiffre, depuis lors, est resté voisin de 300 millions. Cette diminution ne mesure pas, du reste, toute l'étendue de l'assainisement et n'indique pas à combien s'élève réellement la circulation fiduciaire. En effet, tandis que le nombre des currency-notes en circulation diminuait, leur couverture en billets de la Banque d'Angleterre augmentait ; parallèlement, leur couverture en effets publics diminuait. C'est donc la diminution des effets publics gageant les currency-notes qui nous donne la mesure la plus exacte de l'assainissement de la circulation anglaise. Ces effets publics sont passés de 339 millions en fin 1919 à 246 millions en 1925, soit une diminution de près de 100 millions de circulation fiduciaire.

En même temps, la situation de la Banque d'Angleterre se renforçait. De 1919 à 1924, l'encaisse passait de 86 millions de livres sterling à 128 millions ; le rapport de l'encaisse aux exigibilités de 38,5 % à 50,8 %. Si l'on ajoute à l'encaisse de la Banque les 27 millions de livres sterling d'or détenus par le Département des Currency Notes, on voit que le stock métallique de la Banque atteignait et dépassait même en 1924 ces 150 millions de livres sterling dont la possession par la Banque d'Angleterre apparaissait au Comité Cunliffe comme une des conditions indispensables pour le rétablissement de l'étalon-or.

*
* *

Cet assainissement fiscal et monétaire des finances britanniques ne tarda pas à se refléter dans le cours des changes. La livre sterling qui était tombée au plus bas en février 1920 à 3.19 dollars et qui avait subi de fortes oscillations pendant les années 1920 et 1921 remonta rapidement durant 1922. Au début de 1923, avec la conclusion de l'accord anglo-américain sur les dettes, le change anglais accentua encore sa fermeté et toucha, en février de cette année, le taux de $ 4.71 pour une livre sterling.

Il pouvait sembler alors que l'Angleterre était près de recueillir les fruits de sa politique énergique et que le retour à l'étalon-or n'était plus qu'une affaire de mois. Les recommandations du Comité Cunliffe avaient été fidèlement suivies : le budget était en

équilibre, la dette sensiblement réduite, le stock d'or voisin de 150 millions de livres, la livre sterling proche du pair. Les prix anglais, d'autre part, avaient sensiblement baissé et se trouvaient même, exprimés en or, au-dessous des prix américains.

Cet espoir, pourtant, était prématuré. Le change ne tarda pas à fléchir de nouveau. Certains ont voulu expliquer ce fléchissement par des raisons politiques. Or la victoire des travaillistes aux élections est du 6 décembre 1923; la baisse de la livre sterling commença dès février de la même année. L'exportation des capitaux anglais aux Etats-Unis, sous la menace d'un impôt sur le capital, si elle joua un rôle indiscutable dans la faiblesse du change anglais en 1924, est donc incapable d'expliquer la baisse de la livre en 1923.

Il faut en chercher la cause dans des raisons purement monétaires : la différence du taux de l'intérêt des placements à court terme à Londres et à New-York. On sait qu'avant la guerre, dans des circonstances monétaires normales, l'effet de l'argent cher ou plutôt de l'argent plus cher sur une place que sur une autre, était d'attirer l'or du marché où l'argent était le moins cher pour lui donner des utilisations là où il était le plus cher. Il en résultait un mouvement du change défavorable au pays où l'argent était le moins cher.

En était-il de même dans les circonstances anormales de l'après-guerre ? M. Keynes l'a contesté. Pour lui, une différence du taux de l'intérêt entre deux places se traduit surtout sur le marché des changes

à terme. Il écrit à ce sujet (3) : « Le résultat des bas cours d'intérêt pratiqués à Londres de la moitié de 1922 à la moitié de 1923, diminuant l'attrait exercé par Londres comme dépôt de fonds, apparaît clairement... ; les cours à terme des monnaies étrangères ont baissé relativement aux cours du comptant. Pour ce qui est du dollar, les cours à terme se sont élevés au début de 1923 de 3 % au-dessus des cours au comptant (les dollars à terme étaient de 3 % moins chers que les dollars au comptant évalués en livres sterling). Cela signifiait — sous réserves de modifications résultant des autres facteurs examinés plus bas — que le taux des emprunts à court terme était effectivement de près de 3 % plus élevé à New-York qu'à Londres ». Cet effet que produit, sur le marché des changes à terme, une différence dans le taux de l'intérêt entre deux places n'a, d'après M. Keynes, qu'une répercussion restreinte sur le marché au comptant. Est-ce à dire qu'elle soit nulle ? Nous ne le pensons pas. Si le taux de l'intérêt est élevé à New-York par rapport à Londres, l'escompte sur les dollars à terme augmentera ; il en résultera des achats spéculatifs de dollars à terme qui seront couverts par les banques. Le cours de la livre baissera. De même, et c'est M. Keynes lui-même qui le remarque, si le taux de l'intérêt s'élève à Londres, l'escompte sur les dollars à terme diminuera ou sera remplacé par une

(3) J.-M. Keynes : « *La Réforme Monétaire* », traduction de Paul Franck, 8e édition, Paris, 1924, p. 149 et s.

prime. Cela peut avoir quelque conséquence en encourageant les ventes spéculatives de dollars à terme... Ces ventes seront couvertes par les banques, ce qui entraînera le cours du change en faveur de Londres » (4).

C'est, du reste, ce qui s'est passé en 1924. L'abaissement du loyer de l'argent à New-York dans le deuxième trimestre de l'année (5), en incitant les capitalistes à placer leurs capitaux à court terme à Londres plutôt qu'à New-York, a suffi à raffermir le change britannique qui s'est maintenu stable, avec tendance à la hausse, pendant le premier semestre de 1924, malgré la présence au pouvoir du Cabinet Mac Donald. On peut donc dire avec M. Mac Kenna que « les mouvements du change dollar-livre ont suivi, dans leurs grandes lignes, la politique du Federal Reserve Board. Cette politique a déterminé les taux de l'intérêt aux Etats-Unis. Quand ces taux étaient élevés, les crédits flottants étaient gardés à New-York et l'on achetait des dollars pour les investir sur cette place ; quand les taux étaient bas, on vendait des dollars et les crédits flottants étaient conservés en sterling pour être placés à Londres » (6).

(4) J.-M. Keynes, op. cit., p. 162, en note.

(5) La Banque de Réserve Fédérale de New-York a réduit successivement son taux le 30 avril de 4 1/2 o/o à 4 o/o, le 11 juin de 4 o/o à 3 1/2 o/o, le 8 août de 3 1/2 o/o à 3 o/o, tandis que le taux de la Banque d'Angleterre demeurait fixe à 4 o/o.

(6) Mac Kenna « *Discours à l'assemblée annuelle de la Midland Bank* », **Economist**, 1925.

Quoique la dépréciation de la livre sterling, survenue en février 1923, ait eu, comme nous venons de le voir, d'autres raisons que des motifs politiques, les adversaires du ministère travailliste ne manquèrent pas cependant de l'en rendre responsable. La polémique fut d'autant plus vive que la baisse du change anglais avait redonné des armes aux partisans de la stabilisation avec dévaluation comme aux partisans d'une « monnaie dirigée ». En outre, tous ceux qui, de près ou de loin, commerçants, industriels, ouvriers, avaient eu à souffrir de la déflation, montraient l'inutilité de la politique de prestige suivie par l'Angleterre qui n'avait pas pu, malgré les souffrances infligées, ramener la livre au pair et rétablir l'étalon-or et le danger qu'il y aurait à poursuivre cette politique pour essayer à nouveau de faire hausser le change.

Au milieu de toutes ces critiques, le retour à l'étalon-or semblait quelque peu compromis. Rien n'est plus curieux à cet égard que la discussion qui eut lieu, en avril 1924, à la « *Royal Economic Society* » de Londres (7). Elle prouve dans quelle incertitude le monde britannique était alors plongé. M. Hawtrey montrait l'Angleterre hésitant au point de vue théorique entre l'étalon-or, l'étalon tabulaire et l'étalon-or dirigé, au point de vue pratique, entre un retour au pair d'avant-guerre par une nouvelle déflation,

(7) Voir le Compte Rendu de la discussion dans *The Economic Journal*, juin 1924, p. 156-176.

une stabilisation avec dévaluation ou l'expectative, dans l'espoir qu'une baisse de la valeur de l'or ramènerait la livre à la parité du dollar. Et Sir Charles Addis pouvait, sans être démenti, prononcer ces paroles : « Les hésitations et les déclarations équivoques de quelques-uns de nos banquiers ont laissé le public anglais et, ce qui est plus grave, nos clients à l'étranger, dans le doute : ils se demandent quelle est réellement notre politique monétaire, si l'on peut dire vraiment que l'Angleterre ait, en quoi que ce soit, une politique monétaire définie ».

C'est pour mettre fin à cet état d'incertitude qui risquait de paralyser l'économie britannique, et pour sortir d'une inertie où il s'était trop longtemps complu, que le gouvernement anglais, en juin 1924, chargea un Comité d'Experts d'étudier le problème monétaire. Il affirmait, d'autre part, son intention bien arrêtée de retourner à l'étalon-or.

Ce Comité, nommé par une décision ministérielle du 10 Juin 1924, était composé de la manière suivante : Sir Austen Chamberlain, président ; Sir John Bradbury, M. Gaspar Farrer, Sir O. E. Niemeyer, M. A. C. Pigou. Plus tard, lorsque M. Chamberlain devint Ministre des Affaires Etrangères, la présidence passa à Sir John Bradbury, d'où le nom de Comité Bradbury, sous lequel il est couramment désigné.

Le Comité Bradbury tint plusieurs séances pendant les mois de juin, de juillet et de septembre, au cours desquelles il entendit diverses personnalités,

notamment le Gouverneur de la Banque d'Angleterre, Sir Robert Horne, M. Mac Kenna, M. Keynes. Il se réunit à nouveau en janvier 1925 et c'est alors qu'il rédigea son *Rapport*, remis le 5 février 1925 au Chancelier de l'Echiquier.

*
* *

Avant d'aborder l'étude de ce rapport, il convient d'examiner rapidement quel était l'état monétaire et économique de l'Angleterre au début de 1925. Pendant les sept mois, en effet, où siégea le Comité Bradbury, la situation avait considérablement changé.

La livre sterling, qui cotait $ 4.40 à New-York en juin 1924 avait atteint, en janvier suivant, le cours de $ 4.80. Tandis qu'en juillet la réappréciation de la livre apparaissait encore comme lointaine et difficile, et qu'on pouvait même craindre, avec la tension des cours en automne, une plus sensible dépréciation, au début de l'année 1925, au contraire, la livre était parvenue si proche du pair que le retour à l'étalon-or ne faisait plus doute pour personne.

La disparité des prix anglais et des prix mondiaux, qui semblait, au début de 1924, à beaucoup d'économistes, un obstacle sérieux à la revalorisation de la livre et à la possibilité de la maintenir au pair, avait elle-même décru. L'écart entre les prix anglais et américains, qui était encore de 10 % en

juillet 1924, n'était plus que de 5 % en janvier 1925. Cette appréciation relative du pouvoir d'achat de la livre sterling par rapport au pouvoir d'achat du dollar a été expliquée comme suit par M. Alfred Lansburgh (8) : « En laissant de côté le fait que cette réappréciation, comme tout ce qui est induit des index-numbers, est sujette à caution, en admettant qu'elle soit réelle, il n'en résulte pas qu'elle ait eu des causes monétaires. Pour des raisons économiques et techniques, les méventes se sont toujours fait sentir plus vivement en Angleterre qu'en Amérique : l'Angleterre n'a pas, pour ses produits (qu'il est facile de remplacer), lorsqu'ils viennent à être momentanément superflus, le marché intérieur réservé dont jouit l'Amérique; celle-ci peut attendre que ses produits agricoles (qui, eux, ne sont jamais superflus) aient atteint sur le marché mondial un prix rémunérateur. Ainsi le fléchissement relativement plus rapide de l'index-number anglais ne traduit pas, en réalité, une amélioration de la livre par rapport au dollar, mais une fluctuation temporaire du marché ».

Si plausible que soit l'explication économique proposée par M. Lansburgh, il semble que la hausse des prix qui s'est produite aux Etats-Unis en 1924 ait eu une cause monétaire. La politique si habile des Banques Fédérales de Réserve qui consiste à échan-

(8) Voir Alfred Lansburgh dans *Die Bank*, juin 1925, p. 309-324.

ger leurs billets contre des certificats d'or pour éviter l'inflation devient de plus en plus onéreuse, partant de plus en plus difficile, à mesure qu'on approche du point de saturation. Si bien que la réappréciation relative de la livre sterling a sans doute eu pour cause, outre les raisons économiques énoncées par M. Lansburgh, une légère dépréciation de l'or (9).

Du reste, malgré cette réappréciation, le pouvoir d'achat intérieur de la livre sterling était encore, en janvier 1925, inférieur à son pouvoir d'achat sur le marché mondial. Ou, ce qui revient au même, la valeur de la livre exprimée en dollars était supérieure à sa valeur exprimée en marchandises britanniques. En tenant pour exacts les index-numbers donnés par le Federal Reserve Board (10), la parité du pouvoir d'achat ressortait en janvier 1925 à 4.58 dollars pour une livre sterling (11). Or, nous avons

(9) Si l'on étudie l'actif de la Banque Fédérale de New-York, on voit qu'en avril 1923 60 o/o de cet actif était en or, 17 o/o en titres ne rapportant pas d'intérêt, et 23 o/o en earning assets (rapportant un intérêt). En juillet 1924, ces chiffres étaient respectivement passés à 66 o/o, 17 o/o et 17 o/o. Mais, au début de 1925, les *earning assets* étaient remontés à 24 o/o, la Banque de New-York ayant compris l'impossibilité de poursuivre plus loin cette trop coûteuse politique (chiffres cités par M. Mac Kenna, à l'assemblée annuelle de la Midland Bank, en 1925).

(10) *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1925.

(11) Ce chiffre a été obtenu en prenant les chiffres donnés par le Federal Reserve Board pour les Etats-Unis et pour l'Angleterre. Si l'on avait comparé les chiffres donnés par le Federal Reserve Board pour les Etats-Unis aux chiffres donnés par l'Economist pour l'Angleterre, la parité du pouvoir d'achat se serait établie à 4.39 dollars pour une livre sterling.

vu que la livre cotait à la même époque environ $ 4.80.

Cette entorse à la théorie de la parité du pouvoir d'achat n'infirme pas la théorie elle-même. Le professeur Cassel prévoit expressément des *écarts* à la parité du pouvoir d'achat (12) et il cite comme exemples les cas où le commerce international est entravé par des obstacles artificiels (droits de douane, prohibitions à l'importation ou à l'exportation, etc.) et où les changes sont soumis à des spéculations anormales (ventes de monnaies nationales).

Ici les causes de la disparité sont autres. Comme le fait remarquer avec justesse M. Landsburgh (13), les pouvoirs d'achat intérieur et extérieur d'une monnaie ne coïncident presque jamais avec une rigueur mathématique. Ils tendent à se rapprocher l'un de l'autre sous l'influence combinée des prix, du mouvement des marchandises et du taux de l'intérêt. Mais si le mouvement des capitaux, et notamment des capitaux à court terme, est, pendant quelque temps, assez favorable à un pays pour contrebalancer l'influence des prix et du taux de l'intérêt, il peut arriver que le pouvoir d'achat extérieur de la monnaie du pays en question devienne plus élevé que son

(12) Cassel : *La monnaie et le change après* 1914. Traduction de l'édition anglaise, Paris, 1923. Chap. XI : Ecart des parités du pouvoir d'achat, p. 168 et s.

(13) A. Lansburgh, *Die Bank*, art. cité.

pouvoir d'achat intérieur. Mais cela réclame des circonstances exceptionnelles.

Ainsi considérée, la théorie de la parité du pouvoir d'achat de Cassel s'élargit et s'assouplit. « En somme, comme l'écrit M. Baudin, pour les prix d'une monnaie exprimée en une autre monnaie, il faut distinguer comme pour toute espèce de prix les périodes courtes et les périodes longues. Nous nous maintiendrons ainsi dans le cadre tracé par Marshall. Dans les périodes courtes, ce sont les éléments secondaires, monétaires, banquaires, politiques, psychologiques qui déterminent les fluctuations des cours du change, mais sous ces mouvements temporaires s'établissent les dénivellations profondes qui apparaissent au cours des longues périodes et qui sont dues à l'action de la tendance constante à l'établissement de la parité des pouvoirs d'achat. Les mouvements des prix sont le facteur essentiel des variations des cours des devises, mais ils peuvent être momentanément contrariés par les facteurs secondaires » (14).

Quels furent, dans le cas qui nous occupe, les facteurs secondaires qui déterminèrent, d'octobre 1924 à janvier 1925, le relèvement rapide de la livre sterling, bien au-dessus du niveau qu'eût indiqué la parité des pouvoirs d'achat, relèvement d'autant plus extraordinaire que la balance du commerce anglaise

(14) L. Baudin, *Revue d'Economie Politique*, 1925, mai-juin.

fut en 1924 fortement déficitaire (15) et que la saison d'automne est toujours pour l'Angleterre une période de faiblesse du change ?

Les Américains l'ont volontiers expliqué par le rapatriement des capitaux anglais qui avaient été exportés en 1923 sous la crainte de la politique financière du gouvernement travailliste et qui rentrèrent à Londres après la chute du cabinet Mac Donald. Mais l'explication décisive doit, à notre sens, être cherchée dans les placements américains à Londres, dans le second semestre de 1924, placements que M. Keynes évaluait à 100 millions de livres sterling. Ces placements étaient inspirés par divers motifs. Peut-être certains étaient-ils dus, comme le pense M. Walter Leaf, « à la difficulté angoissante dans laquelle se trouvent les Etats-Unis d'employer chez eux cet immense pouvoir de crédit qui leur a été fourni par leurs accumulations d'or » (16). D'autres provenaient, semble-t-il, de la différence dans le loyer de l'argent à Londres et à New-York. Nous avons vu plus haut que le taux de la Banque Fédérale de Réserve de New-York était tombé le 8 août à 3 % tandis que celui de la Banque d'Angleterre restait fixe à 4 %. Il faut remarquer, en outre, que derrière cette fixité du taux officiel se dissimulait une tension du taux

(15) Le déficit de la balance du commerce a été en 1924 de 344 millions de livres sterling, contre 211 millions en 1923, 180 millions en 1922 et 134 millions en 1913.

(16) Walter Leaf : Discours à l'assemblée annuelle de la Westminster Bank, *Economist*, 1925.

réel du marché (17). A la suite d'une entente entre les Clearing Banks de Londres, probablement sous l'instigation de la Banque d'Angleterre, le taux auquel ces banques prêtent au marché fut élevé ; d'autre part, tous les procédés auxquels recourrent les courtiers de change, aux époques de tension monétaire, pour se procurer de l'argent à meilleur compte, furent rendus impossibles. Il en résulta une hausse du loyer effectif de l'argent qui contribua encore à attirer à Londres les crédits américains.

Mais la majeure partie des placements que fit New-York à Londres furent sans nul doute des placements spéculatifs. Certes, il est difficile de faire le départ entre ceux qui n'attendaient pour se dénouer que le retour de la livre au pair et ceux qui étaient plus durables ; et il faut reconnaître, avec le président de la Westminster Bank, qu'en janvier 1925, alors que la livre sterling était déjà proche du pair, nombre de spéculateurs avaient dû liquider leurs positions. Il n'en reste pas moins que l'occasion offerte au capital mondial était trop tentante pour ne pas avoir séduit la spéculation. Il n'arrive pas sou-

(17) Voir à ce sujet un intéressant article de l'*Economist*, supplément bancaire du 9 mai 1925. L'auteur de l'article fait très justement remarquer que cette politique de tension était d'autant plus nécessaire que la demande de bills sterling, provoquée par la spéculation à la hausse de la livre, en faisant hausser le prix des bills, tendait à faire baisser le taux de l'escompte. Et il y voit avec raison la preuve de l'efficacité d'une entente entre la Banque d'Angleterre et les Clearing Banks, entente que M. Hartley Withers préconisait déjà dans son livre classique sur *The meaning of money*, chap. XII.

vent que l'on puisse placer des crédits dans un pays. avec la certitude de récupérer, outre l'intérêt habituel, une prime due à la hausse de la monnaie du pays envisagé. Les acheteurs de livres sterling en octobre 1924, à $ 4.50 pour une livre sterling, étaient presque sûrs de les revendre à $ 4.867 avec un gain variant de 2 à 10 %. On peut donc dire que c'est le capital international, particulièrement le capital américain, qui, par ses achats spéculatifs de livres, d'octobre 1924 à janvier 1925, releva les cours du change anglais, bien au-dessus du niveau qu'eût légitimé le pouvoir d'achat intérieur de la devise britannique.

La nature spéculative de la hausse de la livre sterling rendait plus difficile le retour officiel à l'étalon-or. Il y avait à craindre, en effet, que, du jour où la livre serait revenue au pair, les spéculateurs ne liquidassent leurs positions, ce qui eût risqué d'amener une nouvelle chute du change. Pour parer à cet inconvénient très réel, le gouvernement pensa que la meilleure politique était, en attendant d'avoir réuni toutes les garanties désirables, de tenir constamment les spéculateurs en haleine, en leur laissant une marge de profit. C'est ce qui explique que le cours de la livre à Londres n'ait pas dépassé 4.80 pendant le premier trimestre de 1925 ; chaque fois que l'excès de dollars offerts eût risqué de faire hausser la livre au-dessus de ce cours, le gouvernement procédait en secret à des achats de dollars qu'il mettait en réserve pour le service de sa dette extérieure.

Le gouvernement s'efforçait en même temps de maintenir élevé le taux de la place de Londres, afin de retenir les capitaux des spéculateurs qui auraient eu tendance à prendre leurs bénéfices et afin d'en attirer de nouveaux. Le 3 mars 1925, le taux de la Banque d'Angleterre était porté de 4 à 5 %, élévation qui répondait du reste à une hausse de 3 à 3 ½ % du taux de la Banque Fédérale de Réserve de New-York. De plus, tous les moyens propres à renchérir le loyer de l'argent étaient utilisés : dans le premier trimestre de 1925, près de 250 millions de livres sterling étaient convertis et l'on multipliait les émissions de Bons du Trésor pour élever encore le taux du marché.

Enfin, on s'attachait à créer une atmosphère favorable à la réforme : le Premier Ministre affirmait le rétablissement prochain de l'étalon-or et M. Montagu Normann, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, se rendait à deux reprises à New-York pour de mystérieuses négociations.

Telle était la situation de la Grande-Bretagne quand, le 28 avril 1925, M. Churchill, Chancelier de l'Echiquier, fit connaître aux Communes les conclusions du Rapport Bradbury et annonça officiellement le retour de l'Angleterre à l'étalon-or.

*
* *

Le Rapport du *Comité de la Circulation et de l'Emission des billets de la Banque d'Angleterre* (18),

(18) Voir le texte du Rapport dans l'*Economist* du 2 mai 1925, p. 851.

dont il convient maintenant d'entreprendre l'étude, contient cinquante articles, groupés assez artificiellement sous un préambule et trois parties. Mais, pour la commodité de l'exposition, on peut se borner à l'examen des quelques questions essentielles qui se sont posées devant les auteurs du Rapport et que ceux-ci ont résolues (19).

Les membres du Comité Bradbury se sont demandés en premier lieu si « *le retour à l'étalon-or, sur la base du souverain d'avant-guerre, était aussi souhaitable qu'à l'époque du Comité Cunliffe* » ? Et ils ont examiné les solutions qui pourraient lui être préférées, à savoir :

« *a*) le retour à l'étalon-or basé sur le souverain dévalorisé, c'est-à-dire le rétablissement d'un libre marché de l'or, avec une unité de même nom, mais d'une teneur en or inférieure à celle de l'unité monétaire d'avant-guerre ;

(19) Nous négligeons volontairement la question de l'unification de la circulation des billets de la Banque et de celle des currency notes, pour l'examen de laquelle le Comité avait été formé par M. Philip Snowden en juin 1924. Les conditions posées par le Comité Cunliffe pour cette unification n'étant pas réalisées, les auteurs du Rapport ont pensé qu'il y avait lieu de remettre à plus tard l'étude de la question. Ils font remarquer du reste que tout en étant d'accord sur l'adoption du principe d'une limite infranchissable pour les émissions, ils considèrent que cette limite ne peut être fixée que « si l'on connaît les conditions exactes créées par le rétablissement de la libre circulation de l'or »; le chiffre définitif de la réserve centrale d'or et de l'émission fiduciaire doit dépendre en partie du fait qu'après le rétablissement de l'étalon-or, la circulation du métal jaune sera ou non courante à l'intérieur du pays.

b) la recherche d'une base autre que l'or pour l'unité monétaire ».

La première solution — celle de la dévalorisation — avait été écartée par les faits. Les membres du Comité se sont contentés d'ajouter qu'à leur avis « le Royaume-Uni n'aurait jamais pu adopter cette politique financière ». Déclaration orgueilleuse, mais pourtant vraie, si l'on songe qu'une des bases de la richesse anglaise est dans son crédit et que ruiner la Cité, c'eût été ruiner l'économie britannique toute entière (20).

La seconde solution « tendait à substituer à l'or, comme principe régulateur de la devise, le niveau des prix de toutes les marchandises ». Que faut-il entendre par là ? Quel système le Comité avait-il exactement en vue? Il ne nous le dit pas. Pensait-il à l'étalon tabulaire de Jevons qui, sans modification de la monnaie en usage, permet, par l'établissement

(20) Notons toutefois que cette situation est particulière à l'Angleterre et que, même en Angleterre, la dévaluation n'a pu être écartée que parce que la livre sterling n'a subi qu'une dépréciation minime. Si cette dépréciation avait été plus sensible, il aurait fallu stabiliser au-dessous de l'ancien pair. Il est intéressant à ce propos de rapporter l'opinion de Ricardo, citée par M. Keynes (*La réforme monétaire*, trad. franç., p. 179) : « Si en 1819 la valeur de la monnaie s'était fixée au cours de 14 shillings pour un billet d'une livre, ce qui était le cas en 1813, j'aurais pensé qu'en faisant la balance de tous les avantages et de tous les inconvénients de la situation, il aurait convenu de stabiliser la monnaie à cette valeur, qui avait servi de base à la plupart des contrats. Mais quand la monnaie se trouve à 5 o/o de son ancienne valeur, le mieux est de retourner aux anciens cours ».

d'une monnaie de compte, la stabilisation des contrats ? Faisait-il allusion à l'un des deux systèmes préconisés par le Professeur Irving Fisher dans son livre remarquable sur le « Pouvoir d'achat de la Monnaie » : l'un international, réalisant la stabilité des prix dans un pays donné (en l'espèce l'Autriche), les autres pays maintenant leur monnaie au pair de ce pays par le moyen d'un Gold Exchange Standard (21) ; l'autre, national, consistant en l'adoption d'un « dollar compensé », dont on ferait varier le poids d'or fin suivant les indications des index-numbers pour maintenir fixe son pouvoir d'achat : si les prix [illegible] tendance à hausser, ou, ce qui revient au même, l'or à se déprécier, on augmenterait le poids du dollar, et inversement si les prix avaient tendance à baisser ? (22).

Il semble plutôt que les membres du Comité Bradbury aient pensé au projet de M. John-Maynard Keynes, dont le livre « A Tract on Monetary Reform » avait paru récemment et qui avait pu défendre en personne devant les auteurs du Rapport sa proposition de « monnaie dirigée » (23). A la différence de M. Irving Fisher, M. J.-M. Keynes ne cherche pas la stabilité des prix dans une variation, à rigueur mathématique, du poids d'or fin de la monnaie. Il re-

(21) Voir Irving Fisher : *Le Pouvoir d'achat de la Monnaie*, traduction française, Paris, 1926, chap. XIII.

(22) Voir Irving Fisher, *id.*, en appendice, p. 563 et s.

(23) Voir J.-M. Keynes, *op. cit.*, chap. V, p. 203 et s.

marque, dès le début, que « le niveau des prix internes est déterminé principalement par la quantité de crédit accordée par les banques ». C'est donc dans la réglementation du crédit qu'il convient de trouver la stabilité des prix. Or, en Angleterre, la quantité de crédit, créée par les banques, dépend, en dernier ressort, de l'actif de la Banque d'Angleterre et de la proportion de Bons du Trésor détenus par les banques, qui peuvent être considérés comme espèces liquides à terme. Ce dernier élément est fonction, dans des limites extrêmement larges, de la politique du Trésor. Quant à l'actif de la Banque, si elle ne peut le modifier absolument à son gré, elle peut du moins le faire varier dans de larges mesures, et par les variations de son taux d'escompte, et par des modifications apportées dans la composition de son portefeuille de titres. On voit donc qu'en définitive, la réglementation du crédit est dans les mains du Trésor et de la Banque d'Angleterre. Dans ces conditions, il suffirait à ces deux établissements de faire varier le volume du crédit, conformément aux indications des index-numbers et en tenant compte de « l'état du marché du travail, du volume de la production, de la demande de crédit adressée aux banques, du taux de l'intérêt des valeurs de divers ordres, de l'importance des nouvelles émissions, etc. », pour assurer la stabilité des prix. En résulterait-il forcément une instabilité des changes? Non, évidemment, si, au moment considéré, les prix étaient également maintenus stables aux Etats-Unis. Mais au

cas où la politique du Federal Reserve Board aboutirait en Amérique à une dépréciation ou à une appréciation du dollar, la stabilité des prix serait préférée à la stabilité des changes. Notons enfin que, dans le système de M. J.-M. Keynes, l'or aurait encore un rôle important : il deviendrait « une réserve de valeur considérée comme un trésor de guerre pour faire face aux nécessités pressantes », « comme une sauvegarde suprême pour faire face aux besoins inattendus ».

Tel est, brièvement exposé, le projet de « Monnaie dirigée » de M. Keynes. Les membres du Comité Bradbury se sont bornés à répondre « qu'aucune politique financière... ne peut être comparée au retour à l'ancienne parité or du souverain » et que « pour les confirmer dans cette conclusion », ils ont derrière eux « l'écrasante majorité de l'opinion du monde industriel et financier ». C'était vraiment se contenter de bien peu.

Les auteurs du rapport auraient pu, nous semble-t-il, montrer en premier lieu que le système de « monnaie dirigée » présentait, au point de vue international, le même inconvénient que la dévaluation. Sacrifier la stabilité des changes à la stabilité des prix, c'était ruiner les opérations financières internationales de la place de Londres au profit des relations du commerce intérieur. Ils auraient pu ensuite relever dans le projet beaucoup d'obscurités et quelques inconséquences, ne serait-ce que ce dédain

pour l'or qui aboutit, en définitive, à faire du métal jaune « un moyen de corriger l'influence d'une balance défavorable des payements et de maintenir, par conséquent, la stabilité du change de la livre en dollars ». Ils auraient pu, enfin, mettre en doute la réalisation pratique d'une « monnaie dirigée ». Séduisant au point de vue intellectuel, scientifiquement parfait, le système qui tend à adopter, comme régulateur d'une monnaie, le niveau des prix de toutes les marchandises, se heurte dans la réalité présente, à de grandes difficultés (24). Est-ce à dire qu'il est à toujours inapplicable ? Qui oserait le prétendre ! Il ne nous semble pas plus chimérique que ne serait apparu aux contemporains de Laws, s'ils avaient pu le connaître, le prodigieux développement du crédit bancaire que nous avons aujourd'hui sous les yeux. Au reste, en sommes-nous vraiment si loin ? Les expériences monétaires récentes, notamment la politique du Federal Reserve Board, nous acheminent

(24) Contentons-nous d'en signaler une : celle d'établir avec certitude les causes d'une hausse ou d'une baisse des prix. Comme le remarque M. Mac Kenna : « une élévation des prix peut être due non à une superabondance d'argent, mais à une sous-abondance de biens susceptibles d'être achetés, due par exemple à une raréfaction temporaire dans le monde des matières alimentaires et des matières premières. En pareil cas, une restriction du crédit tendra à abaisser les prix, mais ce sera au détriment du commerce et le chômage s'en trouvera accru. D'autre part, une chute des prix peut être due à une abondance exceptionnelle de produits naturels, et, dans ce cas, une augmentation du crédit aura un effet d'inflation. Une constante vigilance est nécessaire de la part de la banque centrale pour s'assurer que les causes de baisse et de hausse des prix sont convenablement diagnostiquées ».

sans doute insensiblement vers une *managed currency* et le retour à l'étalon-or lui-même, à supposer qu'il s'accompagne d'une réglementation de la valeur du métal jaune, peut n'en être que le prélude

La seconde question examinée par les auteurs du Rapport est celle de savoir *si les conditions présentes étaient favorables au retour à l'étalon-or ?* Pour y répondre, ils ont envisagé successivement quel était l'état de l'Angleterre en septembre 1924, date de leurs premières réunions, puis en janvier 1925, date de la rédaction du Rapport. Nous ne nous attarderons pas sur ces articles dont les considérations sont analogues à celles que nous avons formulées dans le paragraphe précédent. Les membres du Comité relèvent parmi les circonstances défavorables : « la stagnation de l'industrie, le désarroi du commerce international qui est la conséquence de la guerre, le paiement des annuités de notre dette de guerre envers l'Amérique, sans que ces versements aient été compensés, jusqu'à présent, par aucune somme reçue de nos débiteurs continentaux ». Ils insistent, comme nous l'avons fait, sur la disparité des prix-or britanniques et des prix-or américains ; mais ils n'y voient pas un obstacle insurmontable : « Le réajustement du niveau des prix, nécessaire au rétablissement et au maintien de la parité d'avant-guerre, ne doit être en effet supérieur que de ½ % environ au réajustement indispensable au maintien du cours actuel du change. Si le réajustement des prix, nécessaire à ce maintien, est longtemps diffé-

ré, le change retombera fatalement au cours correspondant à la parité des pouvoirs d'achat — ou même au-dessous de ce cours, parce que les causes psychologiques qui ont déterminé la hausse tendront à agir en sens inverse — et une période de fluctation des valeurs s'ensuivra très vraisemblablement. Permettre une chute actuelle des changes, avec la certitude de devoir les relever plus tard, serait une politique à courte vue, néfaste au commerce et à l'industrie ».

Les auteurs du Rapport relèvent au contraire parmi les circonstances favorables : en premier lieu, l'intention de la plupart des Dominions et de quelques pays étrangers (25) de revenir à l'étalon-or en même temps que la Grande-Bretagne ; en second lieu, la situation économique en Amérique qui promet une période de stabilité financière.

En conséquence, les auteurs du Rapport recommandent « que le gouvernement de Sa Majesté déclare immédiatement qu'il est irrévocablement décidé à rétablir l'étalon-or ». En arrivant alors à examiner *quelles mesures doivent être prises pour ce rétablissement*, ils considèrent tour à tour les deux questions fondamentales sous un régime d'étalon-or : la libre exportation du métal jaune et la convertibilité des billets.

En ce qui concerne le premier point, ils proposent « qu'il soit définitivement admis que les res-

(25) Ils citent notamment l'Union Sud-Africaine, la Suisse et la Hollande.

trictions apportées à l'exportation de l'or, qui expirent au 31 Décembre prochain, ne soient pas renouvelées. Il faudra donner en même temps une autorisation générale d'exporter l'or vendu par les banques d'exportation. »

Quant à la convertibilité des billets et à la circulation d'or, ils déclarent : « Nous sommes d'avis que l'emploi de l'or dans la circulation du pays est un luxe dont on peut fort bien se dispenser et qu'en fait, au moins pendant les prochaines années, nous ne serons probablement pas en mesure de nous accorder.

« Le remboursement à vue des billets en monnaie d'or n'est pas en lui-même essentiel au maintien de l'étalon dans nos conditions modernes. Il suffit que la banque d'émission soit obligée d'acheter ou de vendre de l'or à un prix fixe, et, si la remboursabilité des billets avait été suspendue pendant la guerre, nous n'aurions pas été d'avis de la reprendre.

« Nous serions heureux, pour des raisons d'ailleurs en grande partie historiques et sentimentales, de ne rien changer à la situation actuelle où, en droit, il est encore loisible d'obtenir des pièces d'or contre des billets. Nous pensons que l'habitude bien établie maintenant de n'user que de papier dans la circulation pourrait suffire à empêcher que la circulation intérieure n'absorbe aucune garantie appréciable d'espèces d'or, à condition que les sociétés de crédit

prêtent leur concours à cette politique, en s'abstenant de demander des monnaies d'or contre des billets soit pour leur compte, soit pour celui de leurs clients, en renonçant à garder de l'or dans leurs caisses, et, d'une manière générale, en décourageant activement l'emploi de l'or par leur clientèle.

« Mais si le moindre doute s'élève quant à l'efficacité de cette méthode, alors nous sommes nettement d'avis qu'il faut prendre dès à présent des mesures législatives pour empêcher les monnaies d'or de circuler à l'intérieur du pays, jusqu'au moment où l'étalon-or sera solidement établi dans les transactions internationales » (26).

Ce passage, que nous avons cru devoir reproduire en entier, étant donné son importance, renferme les idées maîtresses de la réforme. C'est ici que se trouvent affirmés les principes directeurs du *Gold Exchange Standard* : non circulation de l'or à l'intérieur, obligation pour la Banque Centrale d'acheter et de vendre l'or à un taux fixe, inconvertibilité de fait ou de droit des billets. Le gouvernement anglais s'en est directement inspiré, et nous verrons par la suite que, paradoxe curieux, la convertibilité des billets a été supprimée par la loi qui a rétabli l'étalon-or.

Ayant déterminé la méthode à suivre pour le rétablissement de l'étalon-or, les membres du Co-

(26) Cité par M. Rist, *Revue d'Economie Politique*, sept.-oct. 1925, p. 1085.

mité Bradbury ont envisagé les *mesures susceptibles de faciliter la réforme*. Ils ont été ainsi tout naturellement amenés à étudier la question des crédits extérieurs. A leur avis, ces crédits ne sont pas indispensables. « La coopération loyale des principales institutions britanniques qui commandent le marché de l'argent » leur paraît de beaucoup plus précieuse. Néanmoins, étant donné la nature spéculative de la hausse de la livre sterling, qui peut faire craindre des dégagements de position, une fois que la livre sera revenue au pair, ils ne nient pas l'effet moral, voire même l'utilité d'un crédit américain. Mais contre un pareil danger, ils recommandent avant tout — et le point mérite d'être noté — « l'emploi hardi des réserves d'or, pour l'usage en vue duquel, d'ailleurs, elles ont été accumulées » ; ils ajoutent qu'on ne devra recourir aux crédits extérieurs qu'après avoir procédé à d'importantes exportations d'or et que, dans le cas de recours, « la somme employée devra être considérée par la Banque d'Angleterre, jusqu'à son remboursement, comme équivalent à la perte d'une somme égale de ses propres réserves ». Car « si ces précautions ne sont pas prises, l'emprunt extérieur aggravera le mal auquel il est censé remédier, comme cela est arrivé maintes et maintes fois lorsqu'on y a eu recours pour pallier aux difficultés du change ». Conseil prudent et salutaire qu'on ne saurait trop méditer !

Enfin sur les *conséquences de la réforme*, qu'ils auraient dû, semble-t-il, envisager, les auteurs du

Rapport sont à peu près muets. Ils s'attachent à en faire ressortir un effet heureux pour la balance des comptes, à savoir que « le risque — inévitable sous le régime actuel — de voir la Grande-Bretagne faire des prêts exagérés aux pays étrangers sera réduit », mais ils ne se demandent pas quelles seront les répercussions du retour à l'étalon-or sur l'industrie et le commerce britanniques. Ils font bien allusion à une élévation du loyer de l'argent nécessaire pour arriver au réajustement indispensable des prix en livres sterling et des prix or, mais ils ne recherchent pas les conséquences de cette élévation : crise économique, dépression du commerce, chômage, nécessité pour les industriels qui voient augmenter les intérêts de leurs emprunts et leurs prix de revient de diminuer les salaires, et ils ne montrent pas que, par contre, le retour de la livre au pair sera favorable aux industries qui importent des matières premières comme les industries textiles, et que la stabilité des changes sera de nature à faciliter les transactions commerciales. C'est évidemment une très grave lacune.

Tel est, dans ses grandes lignes, le Rapport du Comité de la Circulation et des Emissions de billets de la Banque d'Angleterre. Il a été, en général, assez sévèrement jugé. Comme le remarque M. Alfred Lansburgh, il est loin d'avoir la signification du Rapport Cunliffe et du Bullion Report de 1810 ; il manque de profondeur et les motifs dont il s'inspire « sont particulièrement pauvres et bien souvent ne

portent pas ». Parfois même, il renferme des opinions discutables, notamment quand il affirme la nécessité d'une déflation pour faire baisser les prix.

Outre les critiques de détail que nous lui avons adressées au cours de notre étude, nous voudrions faire à ce Rapport un reproche d'ordre général : celui d'avoir passé sous silence, dans un examen du retour à l'étalon-or, le problème de l'or lui-même. Conseiller à l'Angleterre de rétablir l'étalon-or sans envisager la question du métal jaune paraît une gageure. Il semble que les membres du Comité Bradbury aient ignoré et les Résolutions de la Conférence de Gênes, et la politique du Federal Reserve Board, et les théories de M. Hawtrey sur la « gold managed currency », et les pages véhémentes où M. Keynes montre les inconvénients de l'or. Il eût été peut-être utile que les auteurs du Rapport méditassent ces inconvénients et réfutassent les arguments de M. Keynes. Ils auraient du reste trouvé un avocat éloquent en la personne d'un disciple de celui-ci, M. Mac Kenna lui-même. Ils n'auraient eu qu'à reproduire ce que l'éminent président de la Midland Bank déclarait au début de 1925 : « En l'état actuel des connaissances et des sentiments, un des plus grands avantages de l'étalon-or est son effet moral. Une nation aura meilleure opinion de soi, elle se sentira plus honnête si sa monnaie est convertible en or. La crainte d'être forcé de suspendre l'étalon-or agit comme un frein salutaire sur l'extravagance d'un gouvernement qui peut être prêt à af-

fronter une simple fluctuation du change, mais n'osera pas suspendre les paiements en espèces. C'est un réel avantage pour une nation d'avoir une circulation fondée sur une valeur universellement reconnue ; cela inspire confiance et facilite les transactions internationales. Même si l'étalon-or n'était pas préférable pour d'autres raisons, son universalité serait décisive en sa faveur. L'argument repose peut-être sur des bases plus psychologiques qu'économiques, mais ce ne sont pas les moins puissantes, tant que nous n'avons pas atteint ce point où ce sont les considérations économiques seules qui nous guident pour juger de la désirabilité de telle méthode ou de tel système. *Aussi longtemps que neuf personnes sur dix dans tous les pays penseront que l'étalon-or est le meilleur, il le sera effectivement* » (27). Enfin, il eût été souhaitable aussi que les auteurs du Rapport se demandassent quelle influence l'adoption par l'Angleterre du « gold exchange standard » aurait sur la valeur de l'or (28). Ils seraient restés ainsi dans la tradition de Ricardo (29).

Malgré toutes ses imperfections, le Rapport du Comité Bradbury est appelé à occuper dans l'histoire des finances anglaises une place de premier plan.

(27) Mac Kenna : Discours à l'Assemblée Annuelle de la Midland Bank, *Economist*, 1925.

(28) Voir à ce sujet un intéressant article de l'*Economist*, 11 Juillet 1925, p. 51.

(29) Ricardo, Mac Culoch's Edition, p. 468-469.

Il vaut du reste par son bon sens et par un certain optimisme très britannique qui n'est pas pour nous déplaire : car nous pensons, nous aussi, que l'histoire peut se répéter et « qu'une politique financière courageuse est capable de surmonter avec une facilité surprenante de formidables obstacles ».

Les chapitres suivants nous diront si nous avons raison ou tort

CHAPITRE II

Le Gold Standard Act

Le gouvernement anglais suivit scrupuleusement les recommandations du Comité Bradbury. Comme nous l'avons vu précédemment le 28 avril 1925, M. Churchill annonça officiellement aux Communes le retour de l'Angleterre à l'étalon-or; il déposait, en même temps, sur le bureau de la Chambre, un projet de loi dans ce sens. Dans le discours qu'il fit pour en conseiller l'adoption (1), M. Churchill montrait d'abord qu'en proposant cette mesure il restait dans la tradition des Chanceliers de l'Echiquier, ses prédécesseurs, dont la politique avait toujours été le rétablissement de l'étalon-or et qui n'avaient différé que sur l'époque et la manière de le réaliser. Les conditions du moment lui ayant paru favorables, il avait décidé d'introduire un bill, rétablissant le libre marché de l'or et suspendant la frappe libre et la convertibilité des billets.

(1) Voir *The Times* du 29 avril 1925 et la traduction française dans le *Bulletin de Statistique et de Législation comparée*, 1925, II, p. 172 et s.

Les exportations d'or, rendues impossibles pendant la durée des hostilités par des dispositions de caractère spécial, avaient été prohibées après l'armistice, lors de la forte baisse du change anglais, par le *Gold and Silver Export Control Act* de 1920. Mais cet acte était une mesure temporaire, venant à expiration en 1925. Le Comité Bradbury s'était prononcé contre son renouvellement. Fort de ce conseil, M. Churchill pouvait dire aux Communes : « Nous avons donc décidé, tout en maintenant dans la loi la prohibition de l'exportation de l'or jusqu'au 31 décembre, de donner à la Banque d'Angleterre, à partir d'aujourd'hui, une licence générale l'autorisant à exporter de l'or en lingots. Nous reprenons ainsi notre situation internationale de pays à étalon-or à partir du moment de la déclaration que je viens de faire au Comité ». Néanmoins, M. Churchill s'empressait de formuler une réserve : « Le fait que nous revenons à l'étalon-or international ne veut pas dire que nous allons adopter une monnaie d'or. C'est tout à fait inutile pour le rétablissement de l'étalon-or international et il ne saurait en être question dans les circonstances actuelles. Ce serait une folie excessive que notre gêne financière présente ne nous permet en aucune manière. En fait, je dois faire appel, dans l'intérêt public, à toutes les classes de la population pour qu'elles continuent à se servir des billets et qu'elles ne changent rien à leurs habitudes et à leurs façons de procéder de ces dix dernières années. La pratique suivie pendant cette période a mis la Ban-

que d'Angleterre et les autres banques à l'abri de demandes importantes de souverains ou de demi-souverains ; mais au moment où nous revenons ouvertement à l'étalon-or dans les transactions internationales et où nous allons rétablir la libre exportation de l'or, je pense qu'il est préférabe de régulariser par une loi ce qui n'a été jusqu'ici qu'une pratique ».

Ainsi, tandis qu'il annonçait le rétablissement du libre marché de l'or, M. Churchill proposait la suspension de la frappe libre, la Banque d'Angleterre étant seule investie du droit de faire frapper des souverains à la Monnaie, et la suppresion de droit de la convertibilité des billets. Le Comité Bradbury, nous l'avons vu, aurait préféré que la convertibilité de droit fut maintenue, si elle avait été compatible, comme ce fut le cas pendant la guerre et jusqu'en 1925, avec une inconvertibilité de fait. Sur ce point, le gouvernement anglais n'a pas cru devoir le suivre ; il a craint de sacrifier une sauvegarde précieuse à une raison de prestige somme toute assez puérile.

Après avoir exposé les grandes lignes de son projet de loi, M. Churchill énumérait les garanties dont il avait entouré la réforme : accumulation d'une réserve d'or de 153 millions de livres sterling, transfert des 27 millions de livres d'or que détenait le Département des Currency Notes à la Banque d'Angleterre, accumulation de 166 millions de dollars, destinés à faire face aux deux échéances de juin et de

décembre de la dette envers l'Amérique. Le Chancelier de l'Echiquier faisait connaître, en outre, qu'il avait obtenu des banques américaines un double crédit: à la suite des négociations menées aux Etats-Unis par M. Montagu Normann, la Federal Reserve Bank de New-York avait consenti un prêt de 200 millions de dollars à la Banque d'Angleterre et la maison Morgan avait ouvert un crédit au Trésor Britannique, jusqu'à concurrence de 100 millions de dollars. Ces crédits extérieurs, M. Churchill espérait n'avoir pas à les utiliser. Il estimait, en effet, avec les membres du Comité d'Experts, que c'est une arme à double tranchant. Il avait cru néanmoins devoir y recourir « comme un avertissement solennel aux spéculateurs de tous ordres, de toutes couleurs et de tous pays, de la résistance qu'ils rencontreront et des réserves avec lesquelles ils auront à compter, s'ils veulent essayer de troubler la parité or que la Grande-Bretagne a maintenant rétablie ».

Au cours de la discussion qui suivit, M. Philip Snowden, l'ancien Chancelier de l'Echiquier du cabinet Mac Donald, fit, au nom de l'opposition, la critique de la politique du gouvernement. Il reprocha à M. Churchill son « excessive précipitation » et il déclara que le retour à l'étalon-or allait accentuer le chômage et la dépression commerciale qui étaient déjà si graves.

M. Churchil répliqua. Il se défendit d'abord d'avoir agi, selon le mot de M. Snowden, avec une

précipitation excessive. « Est-ce agir avec une précipitation excessive, s'écria-t-il, que d'acquérir discrètement durant une période de six à sept mois les 166 millions de dollars qui nous sont nécessaires pour régler les intérêts de notre dette aux Etats-Unis pendant le cours de cette année ? Est-ce agir avec une précipitation excessive que d'avoir commencé les négociations aux Etats-Unis avant même la Noël ? » Puis, prononçant un véritable plaidoyer, il énuméra une fois de plus les raison qui, à son sens, militaient pour la réforme. Il déclara : « La première des raisons non techniques pour laquelle nous sommes d'avis de prendre cette mesure, c'est la position de cette île surpeuplée qui ne pourrait subvenir aux besoins de ses habitants par son agriculture, par ses usines, ni même par sa flotte, si sa finance aux ramifications mondiales et son énorme contrôle financier ne venaient à leur secours. Notre problème économique réclame par-dessus tout un contact étroit et continu avec la réalité. Nous nous sommes souvent laissés dire que l'étalon-or nous enchaînerait aux Etats-Unis. Non. L'étalon-or nous enchaînera à la réalité ».

Elevant ensuite le débat, M. Churchill indiqua toute la portée politique de la réforme. Il avait déjà signalé auparavant l'intérêt qu'il y avait pour l'Angleterre à rétablir l'étalon-or, le même jour que la Hollande, les Indes Néerlandaises et la plupart des Dominions, alors que nombre de pays d'Europe y étaient déjà revenus. Il avait même trouvé une image

évocatrice pour montrer la situation des pays retournés à l'or « variant simultanément, comme dans un port dont les écluses sont ouvertes, les bateaux montent et descendent tous en même temps avec la marée ». Dans ce second plaidoyer, il insista tout particulièrement sur l'intérêt spécial que la réforme présentait pour l'Angleterre, liée aux Dominions, par dessus les Dominions au monde. A ne pas recourir à l'étalon-or, la Grande-Bretagne risquait de se voir devancée par l'Australie ou par l'Afrique du Sud. Que serait-il arrivé alors ? N'eût-il pas été à craindre que ces Dominions n'en vinssent à préférer le dollar à la livre, à la métropole les Etats-Unis ? C'était toute l'existence de l'Empire Britannique qui était en jeu (2). N'eût-il pas été à craindre aussi qu'imitant les Dominions, l'Europe, à son tour, ne se détachât de la Cité pour recourir aux services de Wall Street ? Perspective bien plus menaçante, comme le faisait remarquer avec raison M. Churchill, que celle d'une soi-disant dépendance des Etats-Unis !

En terminant son plaidoyer, le Chancelier de l'Echiquier indiquait brièvement quelles seraient les conséquences désastreuses d'un rejet du projet de loi qu'il avait soumis aux Communes : hausse des changes étrangers, nécessité d'une élévation du taux de

(2) Notons en passant que l'Imperial Economic Conference, réunie en 1923 pour étudier les difficultés du change dans l'Empire et les moyens d'y remédier, s'était prononcée pour le retour à l'étalon-or.

l'escompte pour lutter contre la spéculation, ruine du crédit anglais. Il évaluait à 100 millions de livres sterling annuellement ce que coûterait à l'Angleterre l'échec de la réforme.

Convaincue par ces arguments, la Chambre des Communes vota le bill présenté par M. Churchill à une très forte majorité. La Chambre des Lords le ratifia et, le 13 mai 1925, sous le nom de *Gold Standard Act,* il avait acquis force de loi.

*
* *

Il convient maintenant d'aborder plus en détail l'étude du texte législatif lui-même (3).

L'article premier est ainsi conçu :

« 1° A moins et jusqu'à ce qu'une proclamation de Sa Majesté en décide autrement,

a) la Banque d'Angleterre, nonobstant aucun autre texte dans aucun autre Acte ne sera tenu de rembourser aucun de ces billets (désignés dans cet Acte par les mots *Bank-note*) en monnaie légale, telle que définie par la section 6 du Bank of England Act 1833 ; et les bank-notes ne cesseront pas d'avoir cours légal (*to be legal tender*) du fait que la banque cesse de rembourser ses bank-notes en monnaie légale ainsi définie ;

(3) Voir la traduction française, donnée par M. Ch. Rist dans la *Revue d'Economie Politique*, sept.-oct. 1925, p. 1086-1087.

b) la sous-section 3 de la première section du Currency and Bank-Notes Act de 1914 (qui stipule que le porteur d'une currency-note aura le droit d'en obtenir le paiement en espèces d'or pour sa valeur nominale) cessera d'avoir effet ;

c) la section 8 du Coinage Act de 1870 (qui donne droit à toute personne ayant apporté de l'or en lingots à la Monnaie de le faire essayer, frapper et d'en toucher la valeur en espèces) cessera d'être en vigueur, sauf en ce qui concerne le métal-or apporté à la Monnaie par la Banque d'Angleterre.

2° Tant que la sous-section précédente restera en vigueur, la Banque d'Angleterre sera tenue de vendre à toute personne qui en fera la demande au siège principal de la Banque pendant les heures d'ouverture, et qui en paiera le prix en n'importe quelle monnaie ayant cours légal, des lingots d'or au prix de 3 £ 17 sh et 10 ½ d. par once troy d'or au degré de fin prescrit pour les espèces d'or par le Coinage Act de 1870, mais seulement sous forme de barres contenant approximativement 400 onces troy d'or fin ».

Cet article renferme les dispositions essentielles de la réforme (4) : suppression de la convertibilité des

(4) Les articles suivants ont trait à diverses mesures destinées à faciliter le retour à l'or ; en voici le texte :

« Article II : 1° Pendant les deux années qui suivront le vote de cet acte, le Trésor pourra se procurer comme il lui semblera bon toutes les sommes nécessaires pour permettre

billets, suppression de la convertibilité des currency-notes (qui, notons-le en passant, avaient toujours été inconvertibles en fait) ; suspension de la frappe libre, réservée exclusivement à la Banque d'Angleterre ; vente par la Banque de l'or à un prix fixe, mais seulement sous forme de lingots contenant environ 400 onces troy d'or fin. Il marque nettement ce qui différencie le régime nouveau du régime an-

les opérations d'échange en rapport avec le retour à l'étalon-or.

Dans ce but, il pourra créer et émettre à l'intérieur et à l'extérieur du Royaume-Uni, en monnaie britannique ou en toute autre monnaie, les titres portant le taux d'intérêt et les conditions de remboursement et de rachat qu'il jugera les meilleures.

Il pourra garantir de la manière et aux conditions qu'il jugera convenables, le payement en intérêts et principal de tout emprunt qui pourra être émis pour atteindre le but ci-dessus.

Sous réserve que tout titre créé ou émis en vertu du paragraphe ci-dessus soit racheté dans les deux années qui suivront la date de son émission, et qu'aucune garantie ne soit donnée qui puisse être en vigueur pendant plus de deux ans après cette même date ;

2° Le principal et l'intérêt de toute somme perçue en vertu du présent acte, ainsi que toutes les sommes payables par le Trésor en vertu d'une garantie née du présent acte, et toutes les dépenses encourues par le Trésor pour son exécution, constitueront une partie de la dette consolidée du Royaume-Uni ;

3° Si un an après la promulgation du présent acte, un acte d'appropriation est promulgué autorisant le Trésor à emprunter de l'argent pour un montant déterminé, toutes les sommes qui au moment du vote de cet acte d'appropriation se trouveraient avoir été déjà empruntées ou garanties par le Trésor en vertu de la présente section seront considérées comme ayant été perçues en vertu des pouvoirs conférés par ledit acte d'appropriation, et le montant à emprunter en vertu de cet acte sera réduit d'autant.

Article III : Cet Act sera cité comme le *Gold Standard Act* de 1925. »

térieur à la guerre. Avant 1914, l'Angleterre avait une circulation métallique : les billets étaient convertibles, et tout individu pouvait, s'il en avait le désir, faire frapper des souverains à la Monnaie. En outre, la Banque était non seulement tenue de vendre l'or à un prix fixe (3 £ 17 s. 10 1/2 d.), mais elle devait aussi acheter au prix immuable de 3 £ 17 s. 9d. toutes les quantités d'or qu'on lui présentait. Ainsi la valeur de l'or et celle du billet étaient maintenues constamment en équivalence. Désormais, il n'en est plus exactement de même : en premier lieu, les billets de la Banque d'Angleterre, ainsi que les currency-notes, sont inconvertibles. La frappe est réservée à la Banque d'Angleterre.Celle-ci est bien tenue de vendre de l'or à un prix fixe (3 £ 17 s. 10 1/2 d.) ; on prévient, par là, la dépréciation du billet ; mais elle ne semble pas obligée, du moins, dans la loi, rien ne l'indique, d'acheter à un prix fixe toutes les quantités d'or qu'on lui présentera ; on réserve ainsi la possibilité pour le billet de s'élever au-dessus de la valeur de l'or (5). De plus, comme la frappe n'est pas li-

(5) A vrai dire, la loi sur ce point est obscure. A-t-elle voulu, par son silence, laisser subsister la clause de l'Act de 1844 d'après laquelle la Banque d'Angleterre est tenue d'acheter au taux légal de 77 sh. 9 d. par once standard tout l'or qu'on lui présente, comme le pense M. Georges Lacout ? L'a-t-elle abrogée implicitement ? Est-elle restée dans le vague, pour satisfaire les adversaires du retour à l'or qui craignaient surtout une dépréciation de la livre consécutive d'une dépréciation du métal jaune, ce que semblerait faire croire une réponse de M. Churchill à M. Philip Snowden ? Nous n'en savons rien. C'est regrettable. Si la question, comme le fait remarquer

bre et que l'or vendu par la Banque l'est sous forme de lingots d'un poids et d'un prix élevés, toute circulation métallique est rendue impossible. En somme, ce qui caractérise le nouveau régime, c'est d'être *un régime d'étalon-or, sans circulation d'or, mais avec circulation de papier, gagée sur des lingots, vendus à prix fixe par la banque d'émission et librement exportables.*

*
* *

Ce régime d'étalon-or, sans circulation métallique intérieure, ce que les Allemands appellent une *Goldkernwährung* ou « circulation à noyau d'or », a pour origine théorique un Projet célèbre de Ricardo « tendant à l'établissement d'une circulation monétaire économique et sûre » (6). Déjà, avant lui, Adam Smith avait bien vu que l'avantage d'une circulation de papier sur une circulation métallique, c'est de libérer une certaine quantité d'or et d'argent pour leur donner une utilisation plus profitable, c'est, pour emprunter la belle comparaison de l'auteur de la « Richesse des Nations », de « transformer une bonne partie des grandes routes en bons pâtu-

M. Lansburgh, manque pour l'instant d'intérêt pratique, son intérêt théorique demeure entier. L'idée de se garantir contre une dépréciation de l'or est en soi fort intéressante. Voir à ce sujet l'expérience si curieuse tentée pendant la guerre par la Suède et rapportée par M. Cassel dans son livre remarquable *La Monnaie et le Change après* 1914, chap. VIII, p. 94 et s.

(6) Voir Ricardo, *Œuvres complètes*. Edition des Principaux Economistes, Paris, 1847-48, p. 586 et s.

rages et en champs de blé » (7). A sa suite, Ricardo déclare : « L'introduction des métaux précieux à titre de monnaie peut à juste titre être envisagée comme un des pas les plus brillants qui aient été faits dans la carrière du commerce et de la civilisation industrielle. Mais le progrès de l'expérience et des lumières nous enseigne qu'il y a encore un pas à faire, et qu'il faut leur enlever cette fonction qu'ils ont si avantageusement accomplie à des époques moins éclairées ». Ricardo s'inspire ici de l'expérience des années qu'il vient de vivre. Au moment où il écrit, au lendemain des guerres napoléoniennes, la question se pose, comme elle devait se poser un siècle plus tard, de savoir si la Banque d'Angleterre doit reprendre ses paiements en espèces. Et Ricardo répond (on croit entendre M. Keynes) : « Une monnaie de papier sagement dirigée marque un tel progrès dans les idées commerciales que je regretterais amèrement de nous voir ramenés par l'influence des préjugés vers un système moins avancé ». Et il continue : « Si l'on ordonnait à la Banque de reprendre ses paiements en espèces, on arriverait seulement à diminuer considérablement ses bénéfices sans produire d'avantages immédiats pour les autres membres de la société. Si l'on accordait aux porteurs de billets d'une, deux et même cinq livres, le privilège d'avoir des guinées, leur choix ne serait certaine-

(7) Adam Smith : *Wealth of Nations*, T. I, livre 2, ch. 2.

ment pas douteux ; si bien que, pour satisfaire à de futiles caprices, on aurait substitué un agent très coûteux à un autre agent à bas prix » (8). Nous voici au passage essentiel, sur lequel semble avoir été calquée la réforme monétaire actuelle et qui fait honneur à la prévision géniale de Ricardo : « Garantir le public contre toutes les variations qui ne seraient pas déterminées par celles de l'étalon lui-même, effectuer les mouvements monétaires au moyen de l'argent le moins coûteux, serait atteindre le degré de perfection le plus élevé auquel on puisse amener la circulation d'un pays. *Or, on obtiendrait tous ces avantages si l'on obligeait la Banque à délivrer au lieu de guinées, et en échange de ses billets, des lingots d'or et d'argent, évalués au titre et au prix de la monnaie : de cette manière, toutes les fois que le papier descendrait au-dessous de la valeur des lingots, la Banque serait en même temps astreinte à échanger son papier contre l'or au titre et au prix de* 3 £ 17 sh. *l'once. Afin de ne pas surcharger les opérations de la Banque, les quantités d'or demandées en échange de papier au taux de* 3 £ 17 sh. 10½d.

(8) Il est intéressant de remarquer que le but recherché par Ricardo est avant tout d'établir une circulation *économique*. Celui-ci pense, en effet, que l'or pourra être utilisé à des emplois plus profitables. Mais, dans les circonstances actuelles, cet avantage du système préconisé par Ricardo semble douteux. Les demandes de l'industrie sont incapables d'absorber la production d'or mondiale. Si bien que les Banques Centrales devront poursuivre leur politique des fortes réserves. Comme le dit avec raison l'auteur d'un article suggestif de l'*Economist* (11 juillet 1925), « la nécessité de garder de l'or improductif est un élément inhérent au système de l'étalon-or ».

et celles offertes devraient être de vingt onces au moins. En d'autres termes, la Banque serait obligée, à partir de vingt onces, d'acheter toutes les quantités d'or qui lui seraient offertes au prix de 3 £ 17 sh. *l'once et de vendre celles qui lui seraient demandées au prix de* 3 £ 17 sh. 10 ½ d. *et le soin qu'auraient ses administrateurs de régler la masse de leur papier la garantirait contre tous les inconvénients qui pourraient résulter pour elle de ces dispositions. La loi devrait laisser en même temps importer et exporter sans entraves tous les lingots.* Ces opérations sur les lingots seraient d'ailleurs très rares, si la Banque s'attachait à rapporter ses avances et ses émissions au critérium que j'ai déjà si souvent indiqué, critérium qui consiste dans le prix des lingots au titre, indépendamment de la quantité générale de papier en circulation ». Et Ricardo de conclure : « Sous l'empire d'un tel système, avec une circulation ainsi dirigée, la Banque serait affranchie de tous les embarras, de toutes les crises. Les seules éventualités qui pourraient l'atteindre sont ces événements extraordinaires qui jettent la panique sur tout un pays et font que chacun recherche les métaux précieux, comme le moyen le plus commode pour réaliser ou cacher sa propriété. *Il n'y a pas de système* qui puisse garantir les Banques contre de telles éventualités ».

Il semble, à lire ce texte, qu'il soit à la base de la réforme que nous étudions. Nous y retrouvons la suspension des paiements en espèces, la circulation

de papier gagée sur des lingots d'or, la vente de l'or à prix fixe par la Banque, avec la même stipulation que les quantités d'or demandées devraient être supérieures en poids à une certaine limite (avec une différence dans la fixation de cette limite, sans importance pour le principe), enfin la libre exportation de l'or. Le Projet de Ricardo ne se différencie de la loi actuelle que par la nécessité pour la Banque d'acheter l'or qu'on lui apporte à un taux fixe et dans le maintien de la frappe libre, même à l'usage des particuliers.

Pourtant, quelques grandes que soient les analogies que nous puissions relever entre les propositions du célèbre économiste et la réforme actuelle, il est peu probable que Ricardo soit l'inspirateur direct du *Gold Standard Act*. Les auteurs de la loi de 1925 avaient en effet présent à l'esprit un autre système, beaucoup plus récent, puisqu'il date à peine de la fin du siècle dernier, et qui a l'avantage sur le Projet de Ricardo d'avoir été mis en pratique. Nous voulons parler du système connu sous le nom de *Gold Exchange Standard.*

*
* *

Le *Gold Exchange Standard* ou étalon-or de change a pour but de lier indissolublement à l'or une monnaie métallique autre que l'or ou une monnaie de papier. Il a pour moyens la suspension de la frappe libre ou l'arrêt de l'émission et de l'expan-

sion du crédit selon les cas, et la fixation d'un taux d'échange de la monnaie nationale contre de l'or, taux qui doit être à l'avenir le cours invariable du change ; il suppose que le gouvernement et la Banque seront toujours en mesure de livrer de l'or pour les besoins du commerce extérieur et seuls maîtres d'adapter le volume de la circulation nationale aux besoins du commerce intérieur.

Comme le dit excellemment M. Baudin : « Le Gold Exchange Standard n'est pas le fruit des recherches d'un savant ; il a été créé par les faits eux-mêmes ; il n'est pas né dans le cerveau d'un penseur ; il a jailli d'un ensemble de circonstances et il nous offre un des plus admirables exemples que l'on puisse trouver de cette spontanéité des phénomènes économiques qu'Adam Smith a si bien mise en lumière » (9).

C'est aux Indes qu'il a fait son apparition dans les dernières années du dix-neuvième siècle. Avec la dépréciation du métal blanc, le change de l'Inde n'avait pas cessé de baisser ; de 1876 à 1890, la roupie était passée de 2 shillings à 1 sh. 4 d. Les débiteurs de l'Inde, ayant la possibilité de faire transformer des barres d'argent en espèces libératoires, trouvaient en effet plus avantageux d'acheter des lingots d'argent sur les marchés européens et de faire des remises de ce métal, lorsque le cours du change

(9) L. Baudin : *Le Gold Exchange Standard*, dans la *Revue des Sciences Politiques*, 1924, p. 255-274.

leur paraissait trop élevé. Il en résultait pour l'Inde une véritable inondation de métal blanc que les besoins du commerce et la thésaurisation ne pouvaient pas absorber. Le gouvernement indien pensa que, pour y remédier, il suffirait de suspendre la frappe libre de l'argent et d'introduire progressivement l'étalon-or. Un Projet, voté le 25 juin 1893, ferma en conséquence les Hôtels des Monnaies aux apports des particuliers et décréta que l'or serait échangé contre des monnaies d'argent au change fixe de une roupie pour 1 sh. 4 d. Les débiteurs de l'Inde n'ayant plus la possibilité de déprécier la circulation indienne par des envois de métal, il s'en suivit une contraction de la circulation qui, conformément à la théorie quantitative, fut favorable au change. Celui-ci se stabilisa, au bout de quelque temps, autour du taux de 16 pences pour une roupie. Mais cette stabilisation n'était durable qu'en période de balance des comptes active : en effet, si les dettes de l'Inde surpassaient ses créances, les débiteurs indiens devaient exporter de l'argent qui, sur les marchés extérieurs, était pris pour sa valeur réelle. Le change devait baisser. Pour remédier à ce danger, fut créée une puissante réserve d'or, en métal et en titres, où furent accumulés les souverains importés pendant les périodes de change favorable : c'est aux Indes la « paper currency reserve », à Londres la « currency chest ». En outre, avec les bénéfices réalisés sur la fabrication des roupies, fut constituée une « gold standard reserve », contenant principalement des

titres, des consolidés et autres valeurs sterling, destinée à soutenir le change indien, en période de balance des comptes défavorable.

Ainsi naquit le *Gold Exchange Standard* du désir de stabiliser le change de la roupie et de conduire progressivement les Indes à l'étalon-or. A l'expérience, il se révéla viable, et il apparut bientôt aux économistes comme dépassant singulièrement le but modeste qu'il s'était d'abord proposé. On voulut y voir un moyen pour les pays pauvres d'établir l'étalon-or à peu de frais, un régime qui plaçait le métal jaune « à la portée de toutes les bourses ». Certains pays d'Amérique suivirent l'exemple des Indes et un Américain, Conant, mit en théorie ce que la pratique avait créé.

Pour Conant, la clé du système est dans la théorie quantitative : si des importations exagérées de marchandises provoquent des conversions excessives de monnaie intérieure en or, il en résulte une contraction de la circulation. Cette contraction amène une baisse des prix, d'où un essor des exportations de marchandises et un nouvel afflux d'importations d'or. L'équilibre se rétablit. En période de balance des comptes favorable, le processus est inverse.

La réalité, malheureusement, ne répondit pas pleinement à l'optimisme de l'économiste américain. Le système indien, à la suite d'une série de mauvaises récoltes, subit en 1908 une crise exceptionnellement grave. Les réserves constituées pour parer aux déficits de la balance des comptes furent presque en-

tièrement épuisées (10). Si la crise avait duré quelques semaines de plus, le change de l'Inde se serait vraisemblablement effondré. D'autre part, les systèmes analogues, instaurés en Amérique, notamment aux Philippines, s'ils n'avaient pas échoué, avaient eu un succès au moins douteux. A la vague d'optimisme succéda une vague de pessimisme.

A juger des choses impartialement, il semble que le *Gold Exchange Standard* n'était ni si bon ni si mauvais qu'on l'avait cru. Ce n'était pas un régime parfait, capable de surmonter les innombrables difficultés auxquelles se heurte, à tout instant, la vie économique des peuples. Il avait sans doute des imperfections. Reposant sur la théorie quantitative, d'après laquelle les prix se modèlent exactement sur le volume de la circulation, il devait admettre des écarts dans son fonctionnement, comme la théorie elle-même souffre dans les faits des exceptions. C'est ce qui est arrivé aux Indes en 1908 : la restriction considérable de la circulation, provoquée par l'échange des roupies contre de l'or, n'a eu aucun retentissement sur les prix. Dans ces conditions, le coup de fouet à l'exportation ne s'est pas produit ; le mécanisme était rompu. Mais cet inconvénient, si grave qu'il soit, puisqu'il vicie l'économie même du

(10) Au mois de mars 1909, la Gold Standard Reserve contenait moins de 8 millions de livres sterling ; la Paper Currency Reserve était tombée à un million et demi de livres sterling, sur lequel 92.000 livres seulement étaient possédés par les caisses indiennes (Voir Arnauné : *Monnaie, Crédit et Change*, 5e éd., p. 312-313).

système, n'est pas particulier au Gold Exchange Standard. Le régime de l'étalon-or lui-même connaît un phénomène analogue. On sait l'explication classique des mouvements du métal jaune sous un étalon-or parfait : l'excédent des importations sur les exportations conduit à des sorties de métal ; il en résulte une contraction de la circulation qui doit aboutir à une baisse des prix, encourageant les exportations, rétablissant l'équilibre de la balance des comptes et ramenant l'or dans le pays. Ici aussi, il suffit que les prix ne suivent pas exactement le volume de la circulation pour que le mécanisme si sensible cesse de jouer ou ne joue qu'avec retard (11). Certes, la technique bancaire peut, à l'aide des variations du taux de l'escompte, précipiter une baisse des prix qui tarde à se produire, mais n'en est-il pas de même, ou sensiblement de même, sous un régime de Gold Exchange Standard ?

Une série de balances des comptes défavorables est pour un pays, sous quelque régime monétaire qu'il soit placé, un événement fâcheux. Admettons même que sous l'étalon-or de change, il soit particulièrement fâcheux. L'épuisement des réserves est la ruine du système, tandis que l'accumulation de trop fortes réserves enlève au système son principal

(11) Voir à ce sujet Keynes, *op. cit.*, pp. 184-185 et notamment : « Le défaut du régime d'avant-guerre... était qu'il était trop peu sensible ».

avantage : celui d'être assez peu coûteux (12). En résulte-t-il que, devant ce danger très réel, on doive renoncer au Gold Exchange Standard ? Comme le fait remarquer avec infiniment de justesse Conant, l'hypothèse des balances des comptes défavorables, dans le cas d'un étalon-or de change, est assez analogue à l'hypothèse d'une présentation simultanée à une banque de tous les billets qu'elle a émis. De même que cette éventualité n'a pas empêché les banques de naître et de se développer, de même la menace de déficits de la balance des comptes ne saurait vicier irrémédiablement le système du Gold Exchange Standard.

Non seulement le Gold Exchange Standard ne fut pas abandonné, mais il alla se multipliant et se perfectionnant. La guerre, d'abord, lui fournit l'occasion d'applications intéressantes : il parvint à stabiliser les changes anglo-égyptien et franco-algérien. C'est ainsi qu'en Egypte le taux de stabilisation fut fixé à 97 piastres et demie pour une livre sterling et que, malgré une balance des paiements très défavorable à l'Angleterre, le change se maintint stable à ce cours (13). D'autre part, à l'usage, le

(12) On peut, il est vrai, accumuler des titres au lieu d'accumuler de l'or. Mais on se heurte alors à la difficulté de les négocier en masse, difficulté qui se présenta en 1908 et qui obligea la Banque d'Angleterre à intervenir et à racheter elle-même les titres de la Gold Standard Reserve pour soutenir les cours. C'est, du reste, le même problème qui se pose pour les banques dans la composition de leur actif.

(13) Voir à ce sujet le cours de M. Rist, 1925-1926.

système se perfectionna et s'assouplit. On vit apparaître, à côté du Gold Exchange Standard ce que l'on a pu appeler un *Credit Exchange Standard*, dans lequel les crédits détenus par un pays dans les banques étrangères jouent le rôle de la réserve d'or et où la réglementation du crédit à l'intérieur correspond à la suspension de la frappe libre ou à la réglementation de l'émission. Un mécanisme aussi subtil demande un pays où la technique bancaire ait atteint un haut développement. C'est le cas de la Nouvelle-Zélande et en partie de l'Australie. M. A. H. Tocker a pu démontrer que les deux traits essentiels du Gold Exchange Standard se retrouvent dans ces pays : les banques sont toujours en état de fournir des moyens de paiement extérieurs grâce à leurs soldes créditeurs dans les banques étrangères, particulièrement anglaises ; elles sont, d'autre part, toujours en mesure de restreindre ou de développer le crédit à l'intérieur, ce qui revient à dire d'échanger de la monnaie nationale contre de la monnaie étrangère. En Nouvelle-Zélande, notamment, le premier point est obtenu à la faveur de balances des comptes favorables, le second par une telle élasticité du crédit que les dépôts dans les banques néo-zélandaises augmentent et diminuent parallèlement à l'augmentation ou à la diminution des crédits détenus à Londres par la Nouvelle-Zélande. Il en résulte que, lorsque la réserve de crédits s'épuise, les dépôts dans les banques de la colonie diminuent, les prix baissent, les exportations sont favorisées et le système retrouve son équi-

libre. L'auteur montre, d'autre part, que c'est cette absence d'élasticité qui, en empêchant une hausse des prix, qui eût découragé les exportations, de se produire, a failli provoquer en Australie une hausse du change au-dessus du pair (14).

Au Gold Exchange Standard ainsi développé et perfectionné, l'après-guerre devait ouvrir de larges perspectives. Il présentait, en effet, sur l'étalon-or parfait des avantages indéniables. Au premier plan, son économie de métal. Il facilitait par là aux nations appauvries par la guerre le moyen de stabiliser leur change sans qu'elles eussent à recourir à l'accumulation onéreuse de stocks d'or considérables. Il permettait en outre d'éviter cette demande aiguë de métal jaune, familière aux périodes d'après-guerre, qui avait provoqué un siècle auparavant une longue dépression des prix. Demande qui risquait d'être d'autant plus difficile à satisfaire que la production des mines d'or accuse dans ces dernières années un ralentissement sensible. Le système du Gold Exchange Standard avait d'autre part l'avantage de ne pas bouleverser les habitudes des populations. Les individus, pendant la guerre, se sont déshabitués de l'or ; et il semble que les pièces d'or, aussi séduisantes qu'elles soient, aient du mal à reconquérir leur place (15).

(14) Voir à ce sujet le très intéressant article de M. A.H. Tocker, dans l'*Economic Journal*, 1924, décembre, p. 556-575.

(15) C'est ainsi qu'en 1922 la réintroduction de l'or en Suisse s'est heurtée au peu d'empressement de la population à s'en servir.

Le Gold Exchange Standard avait comme autre avantage sur l'étalon-or parfait une plus grande souplesse : la possibilité d'avoir des réserves d'or non seulement dans les caves de la Banque Centrale, mais sur les principales places du monde, donne au système une sensibilité, une promptitude de réaction contre les fluctuations internationales du change, que le régime d'avant-guerre ne connaissait pas. Enfin, le Gold Exchange Standard, en devenant un « Credit Exchange Standard », faisait place à cette politique des crédits extérieurs préférés à l'or dont le développement n'est pas un des traits les moins curieux de l'après-guerre (16).

Rien d'étonnant, dans ces conditions que la Conférence Economique de Gènes de 1922 ait pu recommander l'étalon-or de change à l'attention des pays désireux de revenir à l'or (Résolution IX) et qu'il ait trouvé, dans la pratique, de nombreuses applications. Sans parler de tous les pays qui y ont recouru, sans faire allusion, par exemple, au Chili et à la Finlande, à se limiter aux nations qui sont retournés à l'or le même jour que la Grande-Bretagne, à savoir les Pays-Bas, les Indes Néerlandaises, l'Afrique du Sud, la Nouvelle-Zélande, l'Australie, tous,

(16) Tandis que certaines banques centrales, comme la Reichsbank, vendent leurs avoirs étrangers pour accumuler de l'or, d'autres, comme la Banque des Pays-Bas et celle de l'Afrique du Sud préfèrent à l'or des crédits étrangers (*Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales*, 1925, *Publications de la Société des Nations, Questions économiques et financières*, 1926, II, 28, p. 64 et s.).

parmi ces Etats, sauf l'Afrique du Sud, renonçant à établir un étalon-or parfait, ont adopté le Gold Exchange Standard. Cette quasi-unanimité est, nous semble-t-il, le meilleur jugement que l'on puisse porter, en terminant, sur la valeur du système. Et, du reste, à y réfléchir un peu, l'adoption du Gold Exchange Standard par l'Angleterre, patrie s'il en fut des saines doctrines monétaires, n'est-elle pas, en définitive, pour cette forme d'étalon-or, si séduisante et si discutée, la meilleure consécration qui soit ?

*
* *

Il nous reste à examiner brièvement — après ce long exposé du Gold Exchange Standard qui nous a paru indispensable pour replacer la réforme anglaise dans son cadre — les particularités que présente le système en Angleterre.

Nous avons vu que le Gold Exchange Standard a pour but de lier indissolublement à l'or une monnaie métallique autre que l'or ou une monnaie de papier, pour moyens, dans le premier cas la suspension de la frappe libre, dans le second la réglementation de l'émission des billets et du volume du crédit. Comme il s'agit en Angleterre de lier à l'or une monnaie de papier, le problème qui se pose à elle est de réglementer l'émission des billets et le volume du crédit, de façon à toujours proportionner les moyens de circulation aux besoins des transactions

intérieures. Quant à la suspension de la frappe libre, prévue sous la lettre *c*, 1° de l'article I du Gold Standard Act, elle a un tout autre but : celui d'éviter que ne soient tournées les dispositions précédentes relatives à l'inconvertibilité des billets et que ne soit par là supprimé un des avantages primordiaux de la réforme : son économie de métal. Mais, notons-le bien, elle n'est pas à la base du système. Si l'on compare, par exemple, la réforme indienne et la réforme anglaise, ce qui correspond à la suppression de la frappe libre de l'argent aux Indes, c'est, en Angleterre, la réglementation de l'émission ; quant à la frappe libre de l'or, elle aurait pu subsister, comme subsistait du reste aux Indes la frappe du mohur, sans que la réforme fût compromise. On risquait seulement d'aboutir à l'étalon-or parfait (17).

La deuxième condition du Gold Exchange Standard est, nous l'avons dit, la fixation d'un taux invariable d'échange de l'or contre la monnaie nationale. Ce taux d'échange c'est, dans la réforme anglaise, celui de 3 £ 17 sh. 10 ½ d., auquel la Banque est tenue de vendre de l'or. Dans ces conditions, les réserves de la Banque d'Angleterre constituent avant tout non le gage de la circulation de papier, que l'on

(17) Les raisons de cette suspension de la frappe libre de l'or, qui pourrait à première vue prêter à confusion, ne sauraient trop être analysées. Remarquons, du reste, que Ricardo, dans son Projet d'une circulation économique et sûre, admettait également la frappe libre de l'or; mais il pensait qu'elle ne jouerait pas. C'est ce qui s'est produit dans l'Inde.

peut considérer, semble-t-il, comme entièrement fiduciaire, mais l'équivalent de ce qu'était, dans le système indien, la « paper currency reserve ». Pour ce qui est des crédits américains, on pourrait les comparer, si l'on veut, à la « Gold Standard Reserve » de l'Inde.

Enfin, comme dans tout régime de Gold Exchange Standard, la réforme britannique suppose pour réussir que la Banque sera toujours en mesure d'échanger de l'or contre de la monnaie nationale et de la monnaie nationale contre de l'or. C'est dire que la question de la balance des comptes a un intérêt considérable, puisque d'elle dépend, en définitive, l'approvisionnement de la Grande-Bretagne en métal jaune ; c'est dire, d'autre part, l'importance que prend la possibilité pour la Banque d'Angleterre et pour le Gouvernement de réglementer l'émission des billets et surtout le volume du crédit dont le rôle en Grande-Bretagne est essentiel.

Nous verrons dans le chapitre suivant si le Trésor et la Banque, par une surveillance continue du marché monétaire, se sont acquittés, en toute perfection, de cette mission délicate.

CHAPITRE III

La Politique Monétaire Anglaise après l'adoption du Gold Standard Act (1925-1927)

Pour bien comprendre la politique monétaire suivie par la Banque d'Angleterre et par le Trésor après l'adoption du Gold Standard Act, il faut en chercher le principe directeur dans un examen rapide de la balance des comptes britannique. De son équilibre, en effet, dépendait, en dernier ressort, le succès de la réforme.

La balance des comptes anglaise était, avant la guerre, ce que l'on pourrait appeler la balance type des pays riches (1). Elle présentait un fort excédent des importations de marchandises sur les exportations, déficit qui était plus que compensé par les exportations dites *invisibles* (frets, assurances maritimes, revenus du portefeuille de titres étrangers, commissions, remises des émigrants, etc.). Le solde res-

(1) Voir sur la balance des comptes anglaise : *Henderson : L'exportation des capitaux anglais pendant et après la guerre*, Paris, 1924 ; Meynial : *Créances et dettes internationales*, Paris, 1927 ; et M. Rist, à son cours, 1925-1926.

tant était employé chaque année à de nouveaux placements à l'étranger, dont le montant total était évalué en 1914 à près de 4 milliards de livres sterling.

La guerre ne devait pas modifier sensiblement l'aspect de la balance des comptes britannique et les années de l'après-guerre la retrouvent, dans l'ensemble, telle qu'elle était avant le conflit. D'après les estimations forcément très approximatives du *Board of Trade*, la balance des paiements de l'Angleterre, dans les trois années qui ont précédé le retour à l'étalon-or, se présenterait ainsi :

BALANCE DES COMPTES DE L'ANGLETERRE
(en millions de £)

	1922	1923	1924
Déficit de la balance du commerce	171	203	324
Excès de paiements faits par le gouvernement à l'étranger			25
			349
Frets, assurances maritimes, revenus de la marine marchande	110	115	140
Revenus des placements à l'étranger	175	150	220
Commissions	30	30	60
Divers	10	10	15
Total des exportations invisibles	325	305	435
Revenu disponible pour nouveaux placements à l'étranger	154	102	86
Nouvelles émissions étrangères sur le marché de Londres	135	136	125

Les estimations de M. Meyniall donnent un résultat sinon identique, du moins très analogue. Dans

les trois années considérées, il évalue le revenu disponible pour placements à l'étranger à 159 millions, 105 millions et 73 millions, et ces placements eux-mêmes à 135 millions, 137 millions et 135 millions respectivement. Quoi qu'il en soit, le type même de la balance n'est pas altéré: les importations de marchandises sont en excédent sur les exportations ; les exportations invisibles comblent le déficit et laissent un solde pour les placements à l'extérieur.

On remarque néanmoins un changement sensible et qui va en s'accentuant chaque année. De 1922 à 1924, le déficit de la balance du commerce augmente et passe de 171 millions à 349 millions. Les exportations invisibles augmentent de leur côté, mais d'une façon moins que proportionnelle : elles passent de 325 à 435 millions. Il en résulte que le revenu disponible pour les placements à l'étranger va en diminuant de 154 milions à 86 millions. Or, les nouvelles émissions étrangères sur le marché de Londres, si elles diminuent légèrement, ne le font que dans une proportion beaucoup moindre : elles passent de 135 millions à 125 millions. Si bien que, en incorporant les émissions d'emprunts extérieurs dans la balance des paiements, celle-ci qui se soldait en 1922 par un excédent de 19 millions accuse en 1923 un déficit de 34 millions et en 1924 un déficit de 39 millions. La balance des comptes devant toujours s'équilibrer, ces déficits ont été comblés par des sources de revenus durables ou temporaires, dont le *Board of Trade* n'a pas tenu compte, et qui ont vrai-

semblablement consisté surtout dans un afflux sur le marché de Londres des capitaux à court terme. Ainsi, la balance des comptes britanniques qui, avant la guerre, était normalement équilibrée présentait, dans les années qui ont précédé le retour à l'or, une tendance au déséquilibre qui n'avait pu être palliée que par un appel aux capitaux flottants

Cette constatation ne pouvait pas échapper aux dirigeants de la politique monétaire anglaise. Nous savons, en effet, que l'équilibre de la balance des comptes est la condition *sine qua non* de la réussite du Gold Exchange Standard. Or, la Banque d'Angleterre et le Gouvernement ne pouvaient pas ignorer l'état de la balance anglaise au début de 1925. Ils devaient prévoir aussi que cette tendance au déséquilibre irait forcément en s'accentuant le jour où la livre revenue au pair, il s'en suivrait une période de réadaptation de l'économie du pays aux prix mondiaux, une crise industrielle et commerciale plus ou moins aigüe, et par conséquent une diminution des exportations qui viendrait accroître encore le déficit de la balance du commerce (2). Ces considérations étaient même d'une importance telle qu'elles devaient passer avant toute autre et dicter aux dirigeants anglais la politique à suivre.

(2) Ces prévisions se sont pleinement réalisées: d'après les estimations du *Board of Trade*, le revenu disponible pour les placements à l'étranger est tombé en 1925 à 54 millions de livres et en 1926, non seulement il n'y a plus eu de revenu disponible, mais la balance s'est soldée par un déficit de 12 millions.

Cette politique qui avait pour but l'équilibre de la balance des comptes avait pour moyens principaux :

En premier lieu, l'emploi hardi des réserves d'or pour contrebalancer le déficit de la balance des comptes ; mais cette mesure, étant donné le stock relativement réduit de métal jaune possédé par l'Angleterre, ne pouvait être qu'un palliatif bien insuffisant (3).

En second lieu, la restriction ou l'interdiction totale des emprunts étrangers sur la place de Londres, qui, en supprimant la cause essentielle du déficit, rendait active la balance des paiements ; mais cette mesure se heurtait à de graves objections d'ordre économique et n'était peut-être pas entièrement efficace.

Enfin, le maintien, par une politique d'escompte appropriée ou par tous autres procédés, d'un taux élevé sur le marché de Londres, afin d'attirer les capitaux à court terme cherchant à s'employer et à compenser par leur appoint le déséquilibre probable de la balance des paiements.

Nous allons voir bientôt que les dirigeants an-

(3) Les crédits consentis par l'Amérique pouvaient être, il est vrai, considérés comme renforçant le stock d'or de l'Angleterre. Mais nous avons vu que le gouvernement britannique préférait ne pas avoir à les utiliser et n'attendait d'eux qu'un effet moral. Et il semble bien, en fait, qu'il en ait été ainsi.

glais y ont recouru tour à tour, selon les indications que leur fournissaient les fluctuations des changes.

*
* *

Si l'on compare les variations moyennes du change de la livre en dollars sur le marché de Londres à partir du jour où le retour à l'étalon-or fut officiellement annoncé, on obtient le tableau suivant :

		livre en dollars
1925	Mai	4.85 7/16
	Juin	4.85 13/16
	Juillet	4.86 1/8
	Août	4.85 11/16
	Septembre	4.84 27/32
	Octobre	4.84 1/32
	Novembre	4.84 13/16
	Décembre	4.85 1/16
1926	Janvier	4.85 13/16
	Février	4.86 7/16
	Mars	4.85 13/16
	Avril	4.86 1/4
	Mai	4.85 23/32
	Juin	4.86 21/32
	Juillet	4.86 1/2
	Août	4.86 5/16
	Septembre	4.85 5/8
	Octobre	4.85 3/16
	Novembre	4.84 21/32
	Décembre	4.84 15/16
1927	Janvier	4.85 9/32
	Février	4.84 15/16
	Mars	4.85 9/32
	Avril	4.85 5/8
	Mai	4.85 13/16
	Juin	4.85 23/32

On voit que la livre sterling, durant les deux an-

nées qui ont suivi la réforme, s'est peu éloignée, dans l'ensemble, du pair 4.866 et s'est rarement négociée au-dessous du gold point de sortie 4.8432. Elle a donc été remarquablement ferme et, à ce point de vue, du moins, la réforme semble avoir parfaitement réussi.

Si l'on envisage plus en détail les fluctuations qu'elle a subies, on note qu'elle a commencé par s'élever durant le mois de mai 1925 jusqu'à atteindre 4.86 1/2 dans les derniers jours du mois; elle est restée stable autour de 4.86 aux mois de juin et de juillet ; dès les premiers jours du mois d'août, elle a faibli et, à l'exception d'une légère reprise vers la fin du mois, elle n'a cessé de baisser pour toucher vers la mi-octobre le cours de 4.83 13/16, au-dessous du gold point de sortie. Elle a oscillé entre 4.84 et 4.85 jusqu'au début de décembre, date à laquelle elle s'est relevée au-dessus de 4.85. En vive reprise pendant le mois de janvier 1926, elle a atteint et dépassé 4.86, taux aux alentours duquel elle s'est négociée jusqu'à la fin d'avril. Le début de mai, qui est l'époque de la grève générale, a vu la livre baisser à 4.85 3/16 pour reprendre aussitôt et atteindre 4.87, le point le plus haut qu'elle ait touché dans la période envisagée. Ferme jusquà la mi-août, elle a commencé à faiblir alors et n'a cessé de baisser jusqu'au début de novembre où elle a atteint 4.84 17/32. La fin de l'année l'a vue hésitante entre 4.84 1/2 et 4.85. Dès janvier 1927, elle a repris à 4.85 1/2, pour retomber en février à 4.85 et reprendre dès lors et se négocier

pendant le second trimestre de 1927 entre 4.85 1/2 et 4.85 3/4.

Si du marché au comptant nous passons au marché à terme, nous relevons des fluctuations analogues et qui correspondent d'une façon remarquable avec celles des changes au comptant. Pendant la période de hausse de la livre sterling au mois de mai 1925, les dollars à terme ont fait prime et la prime s'est élevée jusqu'à 7/16 de cent pour les dollars à un mois au moment où la livre était au plus haut sur le marché du comptant. Cette prime a diminué pendant les mois suivants pour se transformer en escompte dans la période de faiblesse de la livre en automne 1925, et l'escompte a atteint son maximum (11/32 de cent) au moment où la livre était au plus bas. Le phénomène inverse s'est à nouveau manifesté pendant la période de reprise de la livre dans les premiers mois de 1926 : les dollars à terme ont fait prime. Et l'on peut constater encore qu'ils ont été le plus cher précisément quand la livre atteignait son maximum. Avec la nouvelle baisse de la livre, la prime s'est à nouveau transformée en escompte, mais sans que les différences atteintes aient été aussi fortes que la première fois, mesurant bien par là l'importance moindre de la baisse de la devise britannique. Enfin, pendant les premiers mois de 1927, les cours à terme se sont peu écartés des cours du comptant qui témoignaient eux-mêmes d'une certaine stabilité.

La comparaison des courbes des cours au comptant et à terme, si elle nous montre une concordance

parfaite, bien qu'inverse, entre leurs fluctuations, ne nous en explique pas les causes. C'est dans les variations mêmes de la politique monétaire des dirigeants anglais qu'il convient de les chercher.

*
* *

Pendant la première phase, celle qui va de mai 1925 au début de décembre de la même année, les dirigeants de la politique monétaire britannique semblent avoir tenté d'obtenir la fermeté de la livre sterling sans renchérissement du taux du marché. Ils craignaient, en effet, les protestations que n'eût pas manqué de soulever de la part des industriels une augmentation du loyer de l'argent et ils pensaient que l'emploi des réserves d'or et l'interdiction des émissions étrangères, qui n'avaient revêtu, du reste, qu'un caractère officieux, suffirait à compenser, le cas échéant, le déséquilibre de la balance des comptes.

Les débuts de l'expérience parurent confirmer leurs espoirs. Non seulement, comme nous l'avons vu, la livre ne faiblit pas dans les premières semaines de la réforme, mais elle se maintint ferme aux environs de 4.86. D'autre part, les entrées d'or furent supérieures aux sorties et de mai à août 1925 le stock d'or de la Banque d'Angleterre s'accrut de près de 9 millions.

Un résultat aussi favorable fut dû, semble-t-il, aux conditions psychologiques dans lesquelles le re-

tour à l'or avait eu lieu. Il fut entouré d'une atmosphère de confiance que partagèrent à l'envie nationaux et étrangers. Non seulement les capitalistes américains ne liquidèrent pas, comme on aurait pu le craindre, leurs positions spéculatives, mais il se produisit une forte demande de traites libellées en sterling.

Malheureusement, ces conditions ne devaient pas durer. Nous avons vu que, dès la fin de juillet, la livre commença à baisser et peu de temps après les exportations de métal dépassèrent les importations. Les sorties allèrent s'accentuant avec l'automne; en octobre, le stock de la Banque était revenu au niveau du début de mai et, à la fin de 1925, il avait diminué de plus de 11 millions.

A quoi fallait-il attribuer un si brusque retour des choses ? Sans doute, la période envisagée était-elle, même avant la guerre, avec les fortes importations de matières premières qui ont lieu pendant le second semestre, une période de faiblesse des changes et de déséquilibre de la balance des comptes. Mais cette cause, quelque importante qu'elle fut, ne suffisait pas à expliquer d'aussi fortes sorties de métal.

Il convenait d'en chercher la raison dans la politique suivie par les dirigeants du marché monétaire. D'une part, la prohibition des émisions étrangères, sur laquelle ils avaient beaucoup compté pour diminuer le passif de la balance des comptes, s'était révélée inefficace. Certes, les emprunts lancés par des sociétés ou des gouvernements étrangers étaient tom-

bés, dans les huit premiers mois de 1925, à un chiffre insignifiant : cinq millions de livres sterling pour les seuls pays étrangers, trente cinq millions en y comprenant les Dominions. Mais l'embargo mis sur les émissions à Londres ne pouvait empêcher les citoyens anglais de souscrire aux emprunts étrangers émis sur le marché de New-York. Pour la balance des comptes, le résultat était aussi défavorable, plus même, puisque les banquiers anglais y perdaient le gain des commissions. Ainsi se trouvait démontrée une fois de plus l'impossibilité qu'il y a à entraver sérieusement, par des mesures gouvernementales, l'exportation des capitaux.

D'autre part, et là se trouvait vraisemblablement la cause essentielle de la baisse de la livre et du déséquilibre de la balance des paiements, les capitaux à court terme avaient tendance à quitter Londres pour New-York où les attirait un taux du marché plus élevé. En effet, si l'on considère les taux pratiqués des deux côtés de l'Atlantique, pendant le second semestre de 1925, on voit que tandis que le loyer de l'argent à Londres ne cesse de baisser, il va se renchérissant à New-York et que la chute des changes et les sorties d'or se précipitent au moment même où le taux du marché anglais devient inférieur à celui pratiqué sur la place de New-York.

Les indications fournies par le marché des changes à terme confirment bien cette manière de voir. L'escompte sur les dollars à un mois qui apparaît dès

le 1er Août et qui va sans cesse s'accentuant jusqu'à la mi-octobre montre bien clairement que pendant le mois en question le marché préférait conserver des fonds à New-York plutôt qu'à Londres. Or la raison essentielle de cette préférence ne pouvait être que dans la différence d'intérêt des prêts à court terme.

Comment s'expliquer que, dans ces conditions, la Banque d'Angleterre, au lieu de relever le taux de l'escompte et de tendre le loyer de l'argent, l'ait successivement abaissé, le 4 août, à 4 1/2 %, le 29 septembre à 4 %. Pareilles décisions ont paru alors inexplicables. Il semble que la Banque d'Angleterre se soit contentée de suivre les indications du marché. L'argent était très abondant. Le taux de la Banque théorique. Cette perte du contrôle du marché monétaire qu'elle avait connue avant la guerre et qui apparaissait alors comme un des défauts du système monétaire anglais (4), lui a semblé, au premier abord, sans danger. Peut-être même s'est-elle félicitée en secret de n'avoir pas à recourir à la politique d'argent cher que prédisaient les économistes et que redoutaient les industriels. S'il en fut ainsi, son contentement a été de courte durée. Au moment où, pour la seconde fois, elle abaissait son taux, celui du marché réagissait et se tendait. Parallèlement, la livre se relevait. On entrait dans une période de contraction monétaire ; la marge entre le taux de la

(4) Voir à ce sujet Hartley Withers ; *Qu'est-ce que la Monnaie, édition française*, p. 220 et s.

Banque et celui du marché se resserrait et le Trésor, aux enchères du vendredi, éprouvait quelque difficulté à renouveler ses bons.

Ce renchérissement du loyer de l'argent et l'effet heureux qu'il avait eu sur le cours de la livre sterling ne tardèrent pas à convaincre les dirigeants de la politique monétaire anglaise qu'ils s'étaient illusionnés et qu'il était temps de changer de route. En novembre, ils renonçaient à l'embargo sur les emprunts extérieurs. M. Churchill, dans un discours qu'il prononça à Sheffield le 3 novembre, annonçait qu'était rétablie « la vieille et entière » liberté du marché. Le gouvernement n'avait pas obéi à la suggestion de la *Federation of British Industries* de limiter les emprunts extérieurs à ceux qui auraient eu pour contre-partie des commandes de marchandises anglaises. Mais s'il se refusait à agir par voie impérative, il insinuait du moins qu'il comptait sur le bon sens de la Cité pour que préférence fut donnée aux meilleurs clients des industries du Royaume. Cette levée de l'embargo fut, en général, bien accueillie. Les banquiers retrouvaient avec elle une ancienne source de bénéfices. Les industriels se flattaient que les emprunts souscrits ne seraient pas exportés en espèces, mais en objets manufacturés (5).

(5) Il semble que les milieux industriels se soient exagérés les méfaits de l'embargo. Une industrie d'exportation prospère n'est pas incompatible avec des prêts minimes à l'étranger : l'Allemagne d'avant-guerre en est la meilleure preuve. Le principal défaut de la prohibition n'était pas d'ordre économique, mais de caractère financier : c'est qu'elle était inefficace.

Peu de temps après, et pour remédier au déséquilibre que pouvait créer dans la balance des comptes la reprise des émissions étrangères, la Banque inaugurait une politique d'argent cher qui allait durer près d'un an et demi. Le 3 décembre, elle relevait son taux à 5 %. Elle espérait ainsi attirer à Londres les capitaux à court terme et compenser par leur appoint le solde passif de la balance des paiements.

Ses espérances, cette fois, devaient pleinement se réaliser. Rien n'est plus curieux que de suivre l'effet sur le marché des changes et sur les mouvements de l'or de l'écart plus ou moins grand entre les taux pratiqués sur le marché de Londres et sur celui de New-York (6). Nous avons déjà noté que la chute de la livre et les exportations de métal dans le troisième trimestre de 1925 correspondaient à la différence des taux d'intérêt pratiqués des deux côtés de l'Atlantique et que la baisse de la devise s'accentue au moment précis où l'argent devient moins cher à Londres qu'à New-York. De même le relèvement de la livre en octobre corespond, à peu

(6) La comparaison qui suit est forcément imparfaite. Nous sommes obligés de faire remarquer, avec le *Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales*, publié par la Société des Nations en 1926, que « vu l'organisation différente des marchés monétaires de Londres et de New-York, il est extrêmement difficile de choisir deux séries quelconques qui permettraient une comparaison entre le coût du crédit sur ces deux marchés monétaires. L'écart entre les cours des deux séries choisies ne reflète nullement d'une manière exacte la différence entre le coût du crédit sur ces deux marchés et l'intérêt principal des deux courbes réside dans la direction de leurs mouvements » (op. cit., p. 82).

près exactement, avec la tension du taux du marché anglais (7). Quant aux exportations de métal, elles diminuent et sont presque compensées par les importations quand l'argent redevient plus cher à Londres qu'à New-York. Pendant la fin de l'année de 1925 et les sept premiers mois de 1926, le taux de l'argent reste plus cher à Londres, sauf une exception de très courte durée ; la livre se maintient très ferme et sa période de plus grande fermeté, au lendemain de la grève générale, correspond à une baisse du loyer de l'argent à New-York. Durant la même période, les importations de métal dépassent les exportations et au mois d'août 1926 le stock d'or de la Banque d'Angleterre a presque regagné le niveau de mai 1925. Les mois d'automne sont marqués par une légère chute de la livre qui peut s'expliquer, en partie, par un renchérissement très sensible du taux du marché américain, suivi, il est vrai, par un renchérissement parallèle du marché anglais, mais surtout par des facteurs saisonniers. La dépréciation du change est loin, en effet, d'atteindre l'ampleur de celle de l'année précédente et les excédents d'importations suffisent à légitimer la faiblesse de la livre et les sorties de métal. Après une courte amélioration au mois

(7) Cette hausse de la livre aurait été due aussi à l'influence de la vente aux Etats-Unis, à des prix très élevés, des caoutchoucs anglais et hollandais ; d'où de fortes remises de New-York à Londres qui ont raffermi la livre par rapport au dollar, tandis qu'elle faiblissait par rapport au florin, une partie des remises de New-York à Londres étant transférées à Amsterdam.

de décembre, la livre baisse à nouveau au mois de janvier, chute qui correspond très exactement à une période d'argent plus cher à New-York qu'à Londres. Avec l'abaissement du taux du marché américain, la livre se relève, pour rester stable jusqu'en juillet 1927, et cela, malgré la baisse notable du loyer de l'argent à Londres dans la deuxième quinzaine d'avril, baisse qui s'accompagne d'une baisse correspondante du taux de la Banque d'Angleterre de 5 à 4 1/2 %. Il est vrai que le taux du marché ne tarde pas à se relever fortement et à dépasser, de façon très sensible, celui du marché américain (8).

Ainsi, à quelques exceptions près, les fluctuations de la livre et les mouvements de l'or ont suivi les oscillations du taux du marché anglais relativement à celles du taux pratiqué à New-York. Et il a suffi aux dirigeants anglais de maintenir élevé le loyer de l'argent à Londres pour y attirer les capitaux à court terme et équilibrer ainsi la balance des paiements.

Ce résultat est d'autant plus remarquable que l'année 1926 a été, dans l'histoire économique de l'Angleterre, une année sombre entre les plus sombres. La grève générale, puis la crise minière qui a duré sept mois et dont les effets se sont faits sentir jusqu'en 1927, ont coûté à la nation, d'après les es-

(8) Le relèvement brusque du taux du marché anglais en mai 1927, alors que l'abaissement du taux de la Banque faisait prévoir des conditions plus aisées, serait dû aux achats d'or considérables, faits par la Banque de France, sur le marché de Londres, dans le courant de ce mois.

timations de l'*Economist*, de 350 à 400 millions de livres sterling. La balance des paiements de l'Angleterre en a été profondément affectée. Si l'on accepte les évaluations du *Board of Trade*, elle aurait présenté en 1925 et en 1926 l'aspect suivant :

BALANCE DES COMPTES DE L'ANGLETERRE
(en millions de £)

	1925	1926
Déficit de la balance de commerce (excès d'importations de marchandises et d'or)	384	477
Excès de paiements faits par le gouvernement à l'étranger	11	
TOTAL	395	477
Frets, assurances maritimes, revenus de la marine marchande	124	120
Revenus des placements à l'étranger	250	270
Commissions	60	60
Divers	15	15
TOTAL	449	465
Revenu disponible pour nouveaux placements à l'étranger	+ 54	—12

Comme les émissions étrangères ont atteint 77 millions de livres sterling en 1925 et 101 millions en 1926, on voit que l'équilibre n'a pu être rétabli que par l'afflux, dans le premier cas, de 23 millions de capitaux à court terme, dans le second de 113 millions. En admettant même que certaines importations aient pu être momentanément soldées par l'ouverture de crédits extérieurs, ce qui semble probable, c'est près de 100 millions de livres sterling de capitaux flottants qui ont dû être investis à Londres en 1926 pour que la livre soit restée stable.

L'importance qu'ont eue les capitaux à court ter-

me dans l'équilibre de la balance des comptes anglaise, pendant ces dernières années, explique assez que les dirigeants du marché monétaire, malgré les plaintes très vives qu'ont fait entendre les industriels, n'aient pas cru pouvoir revenir à une politique d'argent moins cher et aient maintenu à 5 % le taux de l'escompte jusqu'au 22 avril 1927, date où ils l'ont abaissé à 4 1/2 %.

Il semble, du reste, qu'ils aient eu recours à d'autres armes encore pour renchérir, sans répit, le loyer de l'argent. On sait que, déjà avant la guerre (9), la Banque d'Angleterre, lorsque son taux devenait théorique par suite de l'abondance des disponibilités, et dans l'impossibilité où elle se trouvait de le rendre directement effectif, devant l'indépendance qu'avaient acquise les Joint Stock Banks avec le prodigieux développement du crédit bancaire qui était la caractéristique du marché anglais, avait recours à des procédés détournés pour tendre le loyer de l'argent. Comme les Joint Stock Banks édifiaient leur crédit sur les comptes de dépôts qu'elles avaient à la Banque d'Angleterre, il suffisait à celle-ci de faire varier son actif, en vendant notamment des titres sur le marché, pour que cette diminution de son portefeuille se traduisit au passif par une diminution corresondante des dépôts des Joint Stock Banks. Celles-ci voyant la base de leur crédit se rétrécir, cessaient

(9) Voir à ce sujet Hartley Withers: *Qu'est-ce que la Monnaie*, chap. XII, p. 212 et s.

leurs avances aux « bill brokers » qui se retournaient vers la Banque Centrale, dont le taux redevenait ainsi effectif.

La Banque d'Angleterre a-t-elle eu recours, ces dernières années, à des ventes de titres, au moment où l'abondance de l'argent eût fait baisser, outre mesure, le taux du marché ? On l'a prétendu, et ce n'est pas impossible. Mais il faut noter que ce ménanisme a peut-être perdu aujourd'hui de son efficacité. La guerre et l'après-guerre, en accroissant dans des proportions formidables les dépôts, ont rendu les Joint Stock Banks plus indépendantes encore, si possible, de l'Institut d'Emission. D'autre part, par la grande quantité de Bons du Trésor qu'elles détiennent, elles peuvent, en ne les renouvelant pas, obliger le Trésor à emprunter à la Banque, ce qui augmente, à la fois, l'actif et le passif de celle-ci, c'est-à-dire les dépôts des Joint Stock Banks, dont, en dernier ressort, le volume du crédit dépend (10).

Aussi parait-il plus probable que les dirigeants anglais aient recouru à un autre procédé pour maintenir élevé le taux de l'argent. C'est précisément le mécanisme de la dette flottante qui le leur offrait. On conçoit aisément que, dans un pays où le budget monte à 800 millions de livres et où la dette flottante oscille autour du même chiffre, les mouvements de fonds du Trésor aient une influence de premier plan

(10) Voir Jean-Pierre Lazard : *Politique et Théories monétaires anglaises d'après-guerre*, Paris, 1927.

sur le marché. Il suffit de penser que le premier juin, par exemple, le paiement des intérêts du 5 % *War Loan* s'élève à 50 millions de livres sterling et que les renouvellements de *Treasury Bills*, aux enchères du vendredi, oscillent entre 40 et 70 millions.

Il était tout naturel, dans ces conditions, que la Banque et le Trésor s'entendissent pour réglementer, autant que possible, les disponibilités du marché. Ce qui, au début, n'avait été qu'une pratique, devint une politique, puis un art. Dans la mesure où les secrets des dirigeants se laissent percer, il semble que le principe en ait été de neutraliser l'effet des gros paiements de dividendes des emprunts de guerre, en offrant de plus fortes sommes de *Treasury Bills* avant l'échéance, de manière à tendre, par avance, le taux du marché, au lieu d'attendre le paiement pour réabsorber les sommes ainsi versées par des émissions de bons du Trésor. D'autre part, les *Treasury Bills* qui viennent à maturité immédiatement après l'échéance de l'emprunt et qui ont été émis quelques trois mois auparavant sont achetés par les Départements Publics ou par la Banque, peu de temps avant cette échéance, afin de diminuer encore, de cette façon, l'abondance monétaire à redouter. Cet achat anticipé a, en outre, l'avantage d'augmenter les disponibilités du marché quelque temps avant le paiement des dividendes de l'emprunt, et de lui permettre ainsi de souscrire plus largement aux émissions de *Treasury Bills* qui ont été volontairement exagérées.

Ainsi, par une habileté, qui aboutit à une situation à demi paradoxale, les dirigeants du marché monétaire anglais ont fait d'une dette flottante énorme, qui apparaissait à beaucoup comme un obstacle insurmontable ou, du moins, comme un grave écueil, un instrument de réglementation du marché monétaire, qui, en maintenant élevé le loyer de l'argent, a contribué grandement au succès de la réforme.

*
* *

La politique suivie par la Banque d'Angleterre et par le Trésor, bien qu'elle ait maintenu la livre remarquablement stable, a été, dans l'ensemble, assez sévèrement jugée (11). A s'en tenir à l'esprit des critiques, on lui a surtout reproché d'avoir préféré recourir, pour équilibrer la balance des comptes, à des procédés dits artificiels, alors qu'il y avait un moyen direct de supprimer le déficit : la déflation. Au lieu de chercher dans la prohibition des emprunts étrangers, dans l'augmentation des frets de l'or et dans les crédits extérieurs, plus tard dans l'appel fait aux capitaux à court terme par un taux élevé du marché, un palliatif à l'excédent considérable des importations sur les exportations, il eût mieux valu, pensent et disent certains, chercher à diminuer cet excédent

(11) Notamment par M. Lansburgh, art. cit., et par M. G. Lacout : *Le retour à l'étalon-or*, Paris, 1927, p. 196 et s.

par une action sur les prix : les exportations auraient été stimulées, la balance des comptes serait redevenue active et la livre se serait maintenue stable au niveau qu'eût légitimé la parité des pouvoirs d'achat. Ainsi, le succès de la réforme aurait été, non temporaire et assuré à coup d'expédients, mais durable et normal ; et la crise industrielle qui en serait résultée aurait été compensée, aussitôt les prix réajustés, par une nouvelle expansion de la production britannique, dont les clients étrangers auraient été encouragés par des prix plus bas. Favorable au point de vue économique, la méthode l'eût été au point de vue monétaire strict. Car on serait revenu au régime normal d'avant guerre, où les sorties d'or, en produisant une contraction de la circulation, provoquaient une baisse des prix et un stimulant pour l'exportation des marchandises, régime automatique qui ne peut pas jouer actuellement en raison du résidu d'inflation qui oppose comme un « matelas » aux réactions causées par les pertes de métal.

En résumé, ces critiques aboutissent à mettre en parallèle : d'un côté, une politique, celle que la Banque d'Angleterre et le Trésor n'ont point suivie, qui, par une déflation, provoque une baisse des prix, diminue le déficit de la balance du commerce, repose sur une base saine l'équilibre de la balance des comptes, prépare le réveil de la prospérité britannique, maintient stable la livre au niveau normal que légitime la parité des pouvoirs d'achat et ramène l'automatisme de l'étalon-or ; de l'autre, une politique,

celle qu'ont préférée les dirigeants du marché monétaire anglais, qui, sans se préoccuper de faire baisser les prix et décroître le déficit de la balance du commerce, cherche dans des artifices l'équilibre de la balance des comptes, maintient la livre sterling à un niveau supérieur à ce qu'indique son pouvoir d'achat, aggrave et prolonge le marasme dans lequel se débat l'économie anglaise et, bien loin de rétablir une monnaie or, n'en restitue que le simulacre.

Que faut-il penser de cette critique ? Sans doute les dirigeants britanniques n'ont point fait de déflation. Mais en est-il résulté que les prix n'aient point baissé et que la livre ait été artificiellement maintenue à un niveau supérieur à son pouvoir d'achat ? A ces questions, quelques chiffres vont répondre pour nous.

Que le retour à l'étalon-or n'ait pas été suivi d'une déflation, que la politique des dirigeants anglais ait même conduit à une légère inflation, c'est ce qui ressort clairement de l'examen des bilans des principales banques anglaises. La circulation de billets de la Banque d'Angleterre, a, il est vrai, reflété les variations du stock de métal et accuse, par conséquent, en mai 1927, une faible diminution sur ce qu'elle était deux ans auparavant : 136 millions au lieu de 146 millions. Celle des currency notes n'a varié que dans de faibles mesures et se retrouve, à cette dernière date, approximativement au même niveau qu'à l'époque du retour à l'or. Par contre, les dépôts des dix Clearing Banks de Londres témoignent

d'une augmentation qui n'est pas négligeable : ils passent de 1645 millions en avril 1925 et 1636 millions en mai à 1687 millions en mai 1927 et à 1722 millions en juin, après avoir atteint en décembre 1926 et en janvier 1927 les chiffres de 1726 et de 1731 millions respectivement. On voit que, dans l'ensemble, durant les deux années qui ont suivi le Gold Standard Act, le pouvoir d'achat entre les mains du public a plutôt eu tendance à augmenter.

A quoi faut-il attribuer cette augmentation ? En premier lieu, nous semble-t-il, à l'accroissement de la dette flottante qui a eu notamment pour cause les résultats assez défavorables des exercices budgétaires 1925-1926 et 1926-1927. Tandis que les budgets précédents avaient permis, par les excédents de recettes notables, un amortissement sensible de la dette, le budget de 1925-1926 s'est soldé par un déficit de 14 millions, ce qui n'a permis qu'un amortissement de 36 millions, alors que 50 millions avaient été prévus. Quant au budget de 1926-1927, tant à la suite de la diminution des recettes que de l'augmentation du service de la dette, il s'est clos sur un déficit de 36 millions 1/2, ce qui a réduit l'amortissement prévu de 60 millions à 23 millions et demi.

L'augmentation de la dette flottante qui en est résultée a été suivie parallèlement par l'augmentation des dépôts. Si l'on compare les courbes représentatives des variations de l'une et des autres, on voit que leur direction a été très sensiblement la même, avec une légère disparité dans les premiers mois

de 1927, où la diminution importante de la dette flottante n'a pas été accompagnée d'une réduction équivalente des dépôts. C'est ici, à notre sens, qu'apparaît la deuxième cause.

La politique d'assainissement, suivie par les grandes banques anglaises depuis plusieurs années déjà, qui consiste à dégonfler leur portefeuille de titres et à accroître leurs avances, afin de commercialiser leur actif, a, en effet, eu pour conséquence un accroissement des dépôts, les banques ayant augmenté celles-ci dans un mesure plus forte qu'elles n'ont réduit ceux-là (12). Il semble même que l'accroissement des avances ait été particulièrement caractéristique du premier semestre de 1927, comme si les banquiers anglais avaient profité des disponibilités que leur laissaient libres les exigences moins grandes du Trésor pour favoriser une reprise des affaires (13).

Nous voyons, par ce qui précède, que la politique des dirigeants du marché monétaire anglais, loin d'avoir conduit à une déflation, paraît avoir légèrement augmenté le pouvoir d'achat entre les mains du

(12) C'est ainsi qu'à se borner aux *Five Big*, les dépôts passent de 1925 à 1926 de 1522,1 millions à 1572,4, en augmentation de 50,3 millions. Les escomptes et avances de 1264,8 millions à 1318,4, en augmentation de 53,6 millions ; tandis que les placements (*investments*) diminuent de 314,7 millions à 304,7, en réduction de 10 millions.

(13) Les avances des dix Clearing Banks de Londres sont passées de 865 millions en mai 1925 à 905 millions en décembre 1926 pour atteindre 935 millions en juillet 1927, augmentant ainsi de 30 milions en sept mois.

public. Il s'agit de voir maintenant si cette absence de déflation a réellement gêné la baisse des prix et si le pouvoir d'achat extérieur de la livre sterling est resté supérieur à son pouvoir d'achat intérieur.

Pour ce qui est du premier point, les index-numbers de l'*Economist* nous montrent que les prix de gros, comme le coût de la vie, n'ont cessé de baisser en Angleterre pendant la première année du retour à l'étalon-or et que, dès janvier 1926, les prix de gros anglais étaient au-dessous des prix de gros américains. Une légère disparité entre ceux-ci et ceux-là s'est manifestée à nouveau pendant 1926, à la suite de la grève générale et de la crise minière, qui, en diminuant sensiblement la production, avaient fait hausser le coût de la vie. Mais, avec 1927, la baisse des prix reprend, et, en mai, l'*Economist* donne, pour le coût de la vie, le chiffre de 163, inférieur de 10 points à ce qu'il était deux ans auparavant. Quant aux prix de gros, ils sont à nouveau presque ajustés avec les prix américains, et le maintien de la livre au pair n'est donc pas incompatible avec la théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

Il ressort de ce rapide examen que l'absence de déflation n'a pas empêché les prix de baisser. Le phénomène, du reste, n'est pas particulier à l'Angleterre et il est facilement explicable. Le volume de la circulation n'est pas le seul élément dont dépendent les prix. Variant avec lui, ils sont aussi proportionnels à la vitesse de cette circulation, ou, ce qui revient au même, inversement proportionnels à la quantité

de pouvoir d'achat que les individus gardent inemployée à un moment donné, ce que les auteurs anglais appellent l'*unspent margin*. Si l'on désigne par N le volume de la circulation, par P les prix, par K cette quantité de pouvoir d'achat disponible, on a l'équation :

$$N = P K$$

ou, en remarquant que K se subdivise en argent liquide et en dépôts en banque libérables par chèques, en appelant K les uns et K' les autres, et en désignant par R la proportion de leur dette que les banques conservent liquide :

$$N = P (K + R K'),$$

$$\text{d'où} \quad P = \frac{N}{K + R K'}$$

Il est clair que, dans ces conditions, N restant constant, il suffit d'une augmentation de K ou R K' pour faire baisser les prix. Et il semble bien que, précisément, l'importance de ce dénominateur ait été trop négligée par les déflationistes et que, justement pour l'Angleterre, la baisse des prix que nous avons constatée soit due principalement à cette augmentation du pouvoir d'achat liquide, gardé inemployé par les individus, dans cette diminution de vitesse de la circulation de la monnaie, qui correspondait, logiquement et psychologiquement, à une confiance plus grande du public dans une monnaie revenue à l'or.

A ce raisonnement, les déflationistes peuvent objecter, il est vrai, qu'une déflation en réduisant N, aurait accentué la baisse des prix. C'est possible. Ce n'est pas certain. Comme nous l'avons déjà dit, si l'on examine le processus des crises de baisse des prix, ce n'est jamais la déflation, mais l'arrêt de l'inflation, qui, par son effet psychologique, provoque la baisse des prix. Dans l'attente de celle-ci, les individus, préférant une monnaie qui se réapprécie, augmentent leur pouvoir d'achat liquide, K et R K' augmentent, les prix baissent et N ne suit que pour consolider cette baisse.

Ceci admis, que reste-t-il des critiques adressées à la politique monétaire britannique ? Nous venons de voir que, sans déflation, elle a obtenu une baisse des prix appréciable, suffisante, à ce qu'il nous paraît, pour légitimer le retour au pair de la livre sterling. Que peut-on lui reprocher encore ? Son caractère artificiel ? C'est bien peu de chose à notre avis. Sans doute aurait-il été souhaitable que l'équilibre de la balance des comptes fut réalisée avant tout par une réduction du déficit de la balance du commerce. Mais ce résultat dépendait-il, autant qu'on le croit, de la politique monétaire choisie ? La crise économique dont souffre l'Angleterre n'a-t-elle pas des causes plus profondes et sur lesquelles l'action des dirigeants anglais est beaucoup plus limitée ? S'il en est ainsi, n'était-il pas plus sage de prévoir ce déséquilibre et de chercher à y remédier, voire par des artifices ?

Au reste, peut-on traiter d'artifices les procédés employés par la Banque d'Angleterre et par le Trésor ? Ce reproche nous paraît immérité. Il nous semble que nombre d'économistes s'illusionnent et sur la simplicité des méthodes d'avant guerre et sur le machiavélisme des méthodes d'aujourd'hui. Il y aurait déjà beaucoup à dire sur le soi-disant automatisme de l'ancien étalon-or (14). Quant à prétendre que le Gold Exchange Standard, tel qu'il fonctionne actuellement en Grande-Bretagne, ne soit que le simulacre d'une monnaie d'or, c'est ne pas comprendre, à notre avis, l'évolution présente de la technique monétaire, c'est fermer les yeux sur les multiples tendances qui nous poussent irrésistiblement vers une monnaie dirigée.

En somme, et s'il nous faut la juger, la politique suivie par les dirigeants britanniques, nous semble exempte de tout reproche grave. Elle a réussi à maintenir le change stable par des procédés qui nous paraissent normaux. Du point de vue monétaire, elle fait honneur, à notre sens, à l'habileté de la Banque d'Angleterre et du Trésor, à l'esprit de coopération loyale des grandes banques anglaises, qui, par leur soumission librement consentie à la dictature de

(14) Les conséquences des sorties d'or, notamment, ont-elles été clairement analysées? La baisse des prix provenait-elle, comme on l'affirme souvent, de la contraction de la circulation? Et non pas, plutôt, de l'effet psychologique de la hausse du taux de l'escompte, qui, en faisant prévoir une baisse des prix, déclenchait tous les phénomènes avant-coureurs de la baisse, et la baisse elle-même ?

l'Institut d'Emission, ont rendu la tâche de celui-ci plus aisée.

Pouvons-nous en dire autant au point de vue économique ? Ses effets, dans ce domaine, ont-ils été désastreux, comme certains l'ont affirmé ? La crise que traverse l'Angleterre en est-elle la conséquence directe ? Question obscure et controversée, que nous essayerons d'éclaircir dans le chapitre suivant.

CHAPITRE IV

Les conséquences économiques de la réforme

Que l'Angleterre ait connu après l'adoption du Gold Standard Act une crise économique extrêmement grave, l'examen des statistiques du commerce extérieur et du chômage, qu'illustre un rappel rapide de la crise minière de 1926, va suffire à nous le prouver. Il conviendra alors de rechercher si le retour à l'étalon-or en a été la seule cause ou la cause principale.

On sait que le volume du commerce extérieur d'un pays est un excellent indicatif de sa santé économique. Il augmente aux temps de prospérité ; il décroit dans les périodes de dépression. Or, si l'on étudie les statistiques fournies par le *Board of Trade* pour ces trois dernières années, on obtient le tableau suivant :

COMMERCE EXTERIEUR DE LA GRANDE-BRETAGNE

(en livres sterling)

	1924	1925	1926
Importations	1.277.439.114	1.320.715.190	1.242.863.679
Exportations anglaises..	800.966.837	773.380.702	651.892.504
Réexportations	139.970.143	154.036.799	125.565.633
Exportations totales	940.936.980	927.417.501	777.458.137
Excès des importations sur les exportations	336.502.134	393.297.689	465.405.542

La diminution progressive des exportations britanniques, déjà sensible en 1925, extrêmement accentuée en 1926, l'excès croissant des importations sur les exportations, la baisse du chiffre global du commerce montrent assez l'intensité de la crise. Les chiffres du premier semestre de 1927 ne font pas prévoir qu'elle soit près de passer. S'ils témoignent d'une très légère amélioration, rapprochés des chiffres correspondants de 1926, ils sont encore loin d'être revenus au niveau de 1924 et même de 1925 (1).

Il importe, il est vrai, dans une comparaison de cet ordre de tenir compte des variations des prix qui peuvent déformer, dans une certaine mesure, l'as-

(1) Pendant les six premiers mois de 1927, les importations ont été de 617 millions de livres sterling, en augmentation de 2,4 o/o sur celles du premier semestre de 1926 et en diminution de 8.9 o/o sur celles du premier semestre de 1925 Les exportations britanniques ont été de 342 milions, en augmentation de 1.2 o/o comparées avec celles de 1926, en diminution de 12.8 o/o comparées avec celles de 1925. L'excès des importations sur les exportations a été de 208 millions de livres, en augmentation de 5.5 o/o comparé avec ce qu'il était en 1926 et de 0,7 o/o avec ce qu'il était en 1925.

pect réel de l'évolution. Si l'on prend l'année 1924 comme base et si l'on compare le volume des deux dernières années avec celui de l'année base ramené à 100, on peut suivre, trimestre par trimestre, les fluctuations du commerce britannique :

	Importations		Exportations		Réexportations	
	1925	1926	1925	1926	1925	1926
1er trimestre ..	113.3	112.4	108.7	107.0	88.9	84.1
2e » ..	109.5	102.6	93.5	81.4	93.8	78.3
3e » ..	91.5	106.5	96.3	86.3	113.0	89.9
4e » ..	99.9	103.7	98.8	81.2	100.7	91.1
Moyenne de l'année	103.2	106.2	99.3	88.7	98.2	85.7

Il résulte de ce tableau que les importations n'ont pas diminué, mais ont au contraire légèrement augmenté ; que les exportations et les réexportations ont, par contre, fortement baissé. L'augmentation des importations est imputable à la crise minière qui, en arrêtant pendant sept mois la production de charbon national a forcé les industries britanniques à s'approvisionner à l'étranger. Quant à la chute des exportations, elle a pour cause, outre la diminution des exportations de charbon qui ne s'est fait sentir qu'en 1926, la réduction des exportations d'objets manufacturés qui témoigne bien de l'acuité du marasme industriel.

Du reste, si du commerce extérieur nous passons à l'examen des statistiques du chômage, la gravité de la crise nous apparaît clairement. A admettre comme juste les chiffres fournis par le Ministère du Tra-

vail, le pourcentage des chômeurs, par rapport au nombre global de travailleurs, de 1924 à 1927 est le suivant :

POURCENTAGE DU CHOMAGE

	1924	1925	1926	1927
Janvier	11.9	11.5	11.1	12.1
Février	10.7	11.6	10.5	10.9
Mars	9.9	11.4	9.8	9.9
Avril	9.7	11.2	9.2	9.4
Mai	9.5	11.2	14.5	8.8
Juin	9.4	12.2	14.7	8.9
Juillet	9.9	11.5	14.6	9.3
Août	10.6	12.5	14.2	9.4
Septembre	10.8	12.0	13.7	
Octobre	11.1	11.4	13.6	
Novembre	11.0	11.0	13.5	
Décembre	10.9	10.5	11.9	

Ainsi le pourcentage des chômeurs qui était de 10.5 environ en 1924, passe à 11.2 en mai 1925, à 12.5 en août, retombe à 10.5 en décembre de la même année et à 9.2 en avril 1926 pour s'élever, à la suite de la grève générale et de la crise minière, à 14.5 en mai, à 14.7 le mois suivant (sans qu'il soit tenu compte dans ces chiffres de l'effectif des mineurs qui chôment au complet) et restent aux environs de 14 jusqu'aux premiers mois de 1927 où nous le voyons descendre progressivement pour se relever très légèrement en juillet.

Ce tableau est plus éloquent encore si derrière le pourcentage on cherche à découvrir le nombre des chômeurs. D'un million environ en juin 1924, il passe à un million trois cent mille en mai 1925 et à un million six cent mille en juin. Quelque énorme

que soit ce chiffre global, il ne donne encore qu'une idée très imparfaite de l'intensité de la crise dans certaines industries. Tandis, en effet, que quelques-unes sont relativement peu éprouvées, comme, par exemple, l'imprimerie, les manufactures de produits électriques, les chemins de fer, le vêtement et, en général, celles qui travaillent pour le marché intérieur, d'autres, comme l'industrie cotonnière, la poterie, ont un chômage notablement supérieur à la moyenne. Dans certaines branches même, comme les constructions navales, plus du tiers de l'effectif demeure sans emploi !

Il faut noter aussi que les statistiques du Ministère du Travail ne tiennent compte que des ouvriers régulièrement inscrits pour toucher les indemnités de l'*Insurance Act ;* ceux qui négligent de le faire viennent donc encore s'ajouter aux chiffres déjà très forts du tableau précédent. En outre, et cette considération est peut-être la plus importante, ces statistiques ne nous donnent aucun renseignement sur le travail réduit ou *short time*, sorte de chômage dilué qui sévit dans plusieurs industries, notamment dans l'industrie textile. Il consiste dans une réduction des heures du travail, et il est parfois poussé si loin que les ouvriers ne travaillent plus que trois ou quatre jours par semaine.

On a objecté, il est vrai, que le chômage n'était pas un indicatif parfait de la dépression économique dont souffre l'Angleterre. M. Layton a même prétendu qu'il était normal et qu'il résultait de l'aug-

mentation de la population, le nombre des émigrants ayant, depuis la guerre, fortement diminué. Il convient donc, pour se rendre compte exactement de l'état réel de la production anglaise, de pénétrer d'un peu plus près dans quelques-unes des principales industries. Nous nous bornerons à des exemples typiques.

Dans l'industrie des constructions navales qui détient, comme nous l'avons vu plus haut, le record du chômage, il ressort d'une enquête faite par une commission mixte de patrons et d'ouvriers que la marge moyenne laissée par le coût des matières premières et des salaires est si faible qu'elle est entièrement absorbée par le paiement des impôts locaux et qu'il ne reste rien pour la rémunération de l'administration et des capitaux investis (2). Le bénéfice net de quarante chantiers de constructions qui était de 415.000 livres sterling en 1924 s'est transformé en 1925 en une perte de 734.000 livres.

Parmi les industries textiles, l'industrie cotonnière qui fait la richesse de Manchester et du Lancashire a connu également en 1925 et en 1926 une crise extrêmement grave. Les exportations qui étaient en 1913 de 7.075.252.000 yards sont tombées, en 1925, à 4.435.617.800 yards et en 1926 à 3.834.447.700 yards. Les valeurs exportées sont passées respectivement de 97.775.855 de livres sterling à 150.627.835

(2) Voir à ce sujet un article de l'*Economist*, 26 juin 1926, p. 1237.

et 116.052.586. Si l'on tient compte de l'augmentation des prix depuis 1913, on voit l'importance du malaise qui pèse sur cette industrie.

La même impression se dégage d'un examen rapide des conditions où travaillent les industries métallurgiques. A se borner aux aciéries, on constate que les bénéfices de neuf des compagnies les plus importantes sont passés de 2 millions de livres environ en 1913-14 à 1.800.000 en 1924-25. La production a également diminué.

Mais où le marasme est encore plus sensible, c'est dans l'industrie charbonnière. La crise y a même été si grave qu'elle a abouti à la cessation du travail de mai 1926 à décembre de la même année, dans des conditions qui sont bien connues et que nous n'avons pas à rappeler ici. Qu'il nous suffise, pour compléter cet examen de l'état économique de l'Angleterre dans les années qui ont suivi l'adoption du Gold Standard Act, de faire le bilan de la crise minière qui n'a été, semble-t-il, que la forme aiguë du malaise dont tout le pays souffrait.

Il n'y a qu'à songer un instant au rôle que joue le charbon dans la vie industrielle et commerciale anglaise pour comprendre ce que la grève a pu coûter au Royaume Uni. La cessation de l'extraction du charbon signifiait à la fois que les principales industries devraient recourir à l'étranger pour s'alimenter en combustible nécessaire à leur production, et d'autre part, que le commerce britannique manquerait de ce fret de retour qui est la base des relations

maritimes anglaises et qui explique à lui seul, aux yeux de certains, la prospérité prodigieuse du Royaume Uni au siècle dernier.

La production totale de charbon qui s'était élevée en 1925 à 250 millions de tonnes contre 287 millions en 1913 est tombée en 1926 à 113 millions. Dans la seule industrie minière, 126 millions et demi de journées de travail ont été perdues, et, toujours pour cette seule industrie, le coût de la crise peut être évalué à 90 millions de livres sterling, dont 60 millions en salaires.

Mais ses répercussions sur les autres industries ont été plus graves encore. La production mensuelle moyenne de fonte qui variait entre 500 et 550 milliers de tonnes dans les mois qui ont précédé la crise, tombait à 89.000 tonnes en mai 1926 et à 13.000 tonnes de septembre à novembre de la même année. Pour l'acier, les chiffres sont analogues: ils passent de plus de 700.000 tonnes par mois dans le premier trimestre de 1926, à 45.000 tonnes en mai, à 32.000 en juillet, pour ne se relever à plus de 700.000 tonnes qu'en janvier 1927.

Si les industries métallurgiques ont été les plus directement éprouvées par la grève des mineurs, elles n'ont pas été les seules : les autres industries en ont considérablement souffert. Il est curieux de comparer le nombre des chômeurs dans diverses branches de la production avant le conflit et six mois après le début de la crise. On obtient le tableau suivant :

	Avant	Au bout de six mois
	—	—
Industries du coton	66.708	113.836
» laines et peignés	25.012	41.525
Autres industries textiles	68.168	85.199
Fer	3.426	15.440
Acier	40.722	102.834
Constructions navales	83.896	103.479
Chaussures	10.413	17.770
Poterie	9.663	15.408
Chemins de fer	9.376	20.120
Divers	716.232	1.009.541

Si l'on ajoute que dans l'industrie du coton 21 ½ % des ouvriers considérés comme au travail perdaient 17 heures par semaine, que dans l'industrie lainière 37 ½ % des ouvriers perdaient 10 heures ½ et que dans les peignés 40 % perdaient 12 heures ; que dans la chaussure ces chiffres montaient à 45 % et à 12 heures 3/4, on voit quelles ont été les conséquences du conflit minier.

Les exportations, du reste, en font foi. Pendant les dix premiers mois de 1926, les exportations de charbon ont décru sur ce qu'elles étaient en 1925 de 26 millions et demi ; celles de fonte et d'acier de 8 millions trois quarts ; celles de coton et d'objets de coton de 36 millions trois quarts ; celles de laine de 7 millions un quart ; enfin, les exportations d'autres textiles et de vêtements de 2 millions trois quarts.

En résumé, et bien que pareille évaluation soit forcément sujette à caution, le coût global de la crise aurait été, d'après les estimations moyennes, de 400

millions de livres sterling (3). Un chiffre aussi fort se passe de commentaires.

*
* *

Une crise d'une telle violence éclatant peu de temps après le retour à l'étalon-or devait incliner bien des esprits à chercher dans l'un la cause de l'autre. Il ne nous paraît pas que ce soit l'entière vérité.

Sans vouloir nier l'importance du facteur monétaire dans le désarroi économique qui a suivi la guerre, il semble que son rôle ait été, peut-être, exagéré. Comme le faisait remarquer justement M. Snow devant la *Royal Statistical Society* de Londres, la politique monétaire n'est qu'une considération de second plan pour beaucoup d'industriels. Le cotonnier de Manchester, par exemple, est plus directement touché par une mauvaise récolte aux Indes ou par des troubles en Chine que par une légère déflation.

On ne peut s'empêcher, du reste, de noter, dans le cas qui nous occupe, que la crise que vient de traverser l'Angleterre n'est que le prolongement de celle dont elle n'a cessé de souffrir depuis 1921. Le tableau suivant qui nous donne les variations trimestrielles du chômage depuis cette date nous prouve que la dépression économique a duré continuellement.

(3) Voir l'*Economist*, 20 novembre 1926, p. 852, « Ce que la crise minière a coûté à l'Angleterre ».

			Pourcentage des chômeurs d'après les chiffres fournis par les Trade-Unions
1921	1er	trimestre	8.5
	2e	»	20.9
	3e	»	16.0
	4e	»	16.0
1922	1er	trimestre	16.5
	2e	»	16.4
			14.5
	4e	»	14.1
1923	1er	trimestre	13.0
	2e	»	11.2
	3e	»	11.3
	4e	»	10.4
1924	1er	trimestre	8.3
	2e	»	7.2
	3e	»	8.0
	4e	»	8.8
1925	1er	trimestre	9.1
	2e	»	10.6
	3e	»	11.3
	4e	»	11.4
1926	1er	trimestre	10.4
	2e	»	12.6
	3e	»	13.4
	4e	»	13.0

Sans doute, les chiffres précédents font ressortir de sensibles variations du chômage que l'on a souvent attribuées à des changements dans la politique monétaire. Mais en admettant même, ce qui n'est pas prouvé, que ces fluctuations aient eu un tel motif, il n'en reste pas moins que dans la période la plus favorable, le second trimestre de 1924, le chômage atteignait encore le pourcentage élevé de 7.2 % qui correspondait à près d'un million de chômeurs. Donc, alors même, quand la politique monétaire tendait soi-disant à diminuer la crise, cel-

le-ci subsistait, moins sensible, il est vrai, néanmoins considérable.

S'il en est ainsi, si, comme nous croyons l'avoir prouvé, la crise récente n'est que le prolongement d'une crise plus ancienne, le rétablissement de l'étalon-or ne peut en être entièrement responsable. Elle doit avoir d'autres causes, les mêmes précisément qui agissaient déjà avant le retour à l'or. Ces causes ne nous semblent pas difficiles à découvrir.

Ce sont celles qui, quatre ans auparavant, déclenchaient, de par le monde, une crise économique aux proportions inouïes. On sait que cette crise, en dépit d'affirmations trop souvent reproduites, n'a pas été provoquée par la politique monétaire de tel ou tel gouvernement, mais par l'impossibilité où se sont trouvés les peuples à absorber une surproduction que l'inflation avait encouragée. Après les quatre années de guerre, où l'industrie mondiale s'était ingéniée à produire et à surproduire pour détruire, l'appauvrissement général éclatait, d'autant plus formidable qu'il avait été un instant masqué par l'augmentation d'un pouvoir d'achat mis à la disposition des individus par des gouvernements besogneux.

La crise de surproduction de 1921, qui rappelle par son processus les crises de surproduction d'avant-guerre, les dépassait toutes en ampleur. Ceci explique qu'à leur différence, elle ait duré plus longtemps. Tandis qu'à la baisse des prix succédait autrefois rapidement une stabilisation et une reprise des affai-

res, il semble que, dans le cas actuel, celle-ci n'ait pas encore eu lieu. La prospérité qui s'est manifestée dans certains pays du continent, sous le stimulant de la dépréciation de leurs devises, n'est qu'une prospérité factice ; loin d'être véritable, elle cache un malaise plus profond. Quant à la prospérité réelle des Etats-Unis, elle répond à des conditions exceptionnelles : l'énorme marché intérieur dont ils disposent, qui, loin de souffrir de la guerre, n'a fait vraisemblablement qu'en profiter, suffit à nos yeux à expliquer qu'ils puissent connaître une période prospère alors que le reste du monde se plaint d'une dépression.

A l'inverse des Etats-Unis, la Grande-Bretagne est extrêmement sensible à l'appauvrissement du monde. C'est la conséquence fatale de son évolution. Déjà, en 1815, à la suite des guerres napoléoniennes et des ravages qu'elles avaient causés sur le continent, l'Angleterre avait profondément pâti de la disparition de ses anciens marchés. Pourtant, elle n'était alors qu'à demi industrielle. Mais, depuis la suppression des *Corn Laws*, depuis que, selon l'expression de M. André Siegfried, « Sir Robert Peel a tourné la page de la vieille Angleterre agricole et féodale », son indépendance économique n'existe plus. Sa prospérité dans la seconde moitié du 19e siècle est faite de la prospérité mondiale et de l'établissement du libre-échange. Et c'est en vain qu'aujourd'hui protectionnistes et impérialistes s'efforcent de ressusciter le passé. L'autarchie de l'Empire Britan-

nique est un mythe (4). La Grande-Bretagne ne peut se passer du monde.

Cette solidarité qui la lie à l'ensemble des autres pays fait qu'à la différence de la plupart d'entre eux qui ne souffrent que de leurs maux propres, l'Angleterre souffre des maux de tous. Que des troubles éclatent en Extrême-Orient, qu'une saison défavorable détruise la récolte aux Indes, plus même, qu'un client de l'Inde, en réduisant ses commandes, provoque là-bas la mévente, les industriels de Lancashire en pâtissent.

Ainsi s'explique, à notre sens, que la Grande-Bretagne ait particulièrement ressenti les effets de la crise d'après-guerre. Le coup a été d'autant plus grave pour elle qu'en appauvrissant le marché européen il lui enlevait un de ses meilleurs débouchés. L'Europe figurait avant 1914 parmi les premiers clients de l'Angleterre. Mais la guerre a fortement diminué sa puissance d'absorption. Certains marchés ont presque entièrement disparu : c'est le cas de la Russie Soviétique ; d'autres, comme les succes-

(4) Il est intéressant de noter que la part de l'Empire dans le commerce extérieur de la Grande-Bretagne est inférieur au tiers quant aux importations et qu'elle ne dépasse par 40 o/o pour les exportations. En outre, si cette part va en croissant, elle augmente moins vite que le commerce des Dominions. Si bien par exemple que la part de la Grande-Bretagne dans le commerce d'importations du Canada qui était de 21. o/o en 1913 n'est plus que de 17.7 o/o en 1925. Pour l'Inde, les chiffres sont respectiement de 64.2 o/o et de 52.3 o/o. Et le phénomène est général pour les autres Dominions (Voir l'*Economist* du 30 oct. 1926, p. 714).

seurs de l'ancien empire austro-hongrois, en s'entourant de barrières douanières, ont rompu les courants traditionnels du commerce européen ; d'autres enfin, ont trouvé une protection particulièrement efficace dans la dépréciation de leur change. Tous ou presque tous ont vu naître des industries nationales qui cherchent à concurrencer la production britannique.

Les considérations précédentes nous ont fourni une des causes principales de la crise qui accable l'Angleterre : l'appauvrissement du monde. Voici la seconde : le niveau trop élevé des prix anglais. Certes, nous l'avons vu dans le chapitre précédent, ils ne sont pas sensiblement plus hauts que les prix américains, ce qui explique que la livre ait pu revenir et se maintenir au pair du dollar sans entorse à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Mais ils sont notablement supérieurs aux prix pratiqués sur le continent. D'après des estimations, sans doute discutables, de l'*Economist*, le niveau des prix aurait été, en mai 1926, de 145 en Angleterre contre 123 en Allemagne, 112 en France, 129 en Italie, 136 en Tchécoslovaquie. Des calculs plus récents, faits par le professeur Bowley et par M. K. C. Smith donnent des résultats à peu près analogues : 145 pour l'Angleterre, 129 pour l'Italie, 124 pour l'Allemagne, 104 pour la France.

Ce niveau élevé des prix a évidemment sur les industries britanniques une influence déprimante : il décourage les exportations d'objets manufacturés

vers le continent et stimule les importations de produits étrangers. Mais si la répercussion économique des hauts prix anglais est facile à analyser, leur cause est plus obscure. On a surtout voulu y voir une raison de prix de revient élevé, dû en partie à un outillage défectueux, mais causé principalement par les hauts salaires payés aux ouvriers anglais. Et il est indéniable que ceux-ci ont en effet une certaine influence. Il nous semble, toutefois, que cette influence a été exagéré. Si l'on cherche à déterminer la mesure dans laquelle les salaires se sont élevés depuis 1914, on voit que leur hausse a rarement dépassé la hausse du coût de la vie. Le quotient des chiffres de l'index-number des salaires que le professeur Bowley a dressé par les chiffres correspondants du coût de la vie tels que les donne le *Board of Trade* s'éloigne fort peu de l'unité. Dans les années qui nous intéressent particulièrement, les quotients trimestriels sont :

1925	1er	trimestre	1.05
	2e	»	1.03
	3e	»	1.02
	4e	»	1.05
1926	1er	trimestre	1.07
	2e	»	1.05
	3e	»	1.01
	4e	»	1.07

Ainsi, le salaire réel est à peu près le même qu'en 1914. Plus même, dans certaines industries, il est notablement inférieur. D'après des évaluations de l'*Economist*, comparant ce qu'étaient les salaires

dans diverses industries en 1909-1913 et en septembre 1925, le pourcentage d'augmentation aurait été le suivant :

Manœuvres	o/o
Chemins de fer	150
Bâtiment	125
Electricité	120
Charbonnages	80
Constructions navales	75 à 80
Spécialistes	
Chemins de fer	125
Imprimerie	110 à 130
Chaussures	100 à 110
Bâtiment	110 à 115
Charbonnages	67 à 68
Constructions navales	45 à 55

On voit, par ce tableau, que, dans les charbonnages et dans les constructions navales, deux des plus importantes industries britanniques, les salaires sont proportionnellement moins élevés qu'ils ne l'étaient avant la guerre. Aussi est-il excessif, à notre avis, de faire dépendre toute la crise britannique du taux élevé des salaires et de chercher avec M. Rueff (5), une relation directe entre les variations du rapport $\frac{\text{salaires}}{\text{prix}}$ et du chômage. Bien que les courbes concordent d'une manière satisfaisante, rien ne

(5) Voir notamment le compte rendu d'une discussion à la Société d'Economie Politique de Paris, dans l'*Economiste Français* du 19 décembre 1925, et un article de M. Rueff, dans la *Revue Politique et Parlementaire*, 1925, p. 426.

prouve, comme l'objecte M. Pigou (6), qu'il y ait entre les deux phénomènes une relation de cause à effet. Ils peuvent varier simultanément sous l'action d'un troisième facteur.

Il nous semble, d'autre part, l'influence des salaires sur les prix ayant été ramenée à une juste mesure, que l'on ait insuffisamment analysé le mode par lequel cette influence s'est exercée. A nos yeux, les hauts salaires ont agi sur les prix, non pas tant par le coût de production que par le plus grand pouvoir de dépenses qui a été mis avec eux entre les mains du peuple anglais. On sait que la classe ouvrière est celle dont les besoins augmentent le plus vite avec les disponibilités, pour laquelle le pouvoir d'achat gardé inemployé est le plus réduit ou, ce qui revient au même, pour laquelle la vitesse de circulation de la monnaie est la plus grande. Si nous reprenons notre équation du chapitre précédent $P = \frac{N}{K + RK'}$, la conséquence des hauts salaires sera de rendre les prix élevés, moins par l'augmentation de N que par la diminution de K. Ainsi s'affirme encore cette vérité qui nous était déjà apparue du rôle important et trop souvent oublié de ce dénominateur dans les mouvements des prix.

Il convient même d'y insister. Car là réside à nos yeux, la cause essentielle du coût élevé de la vie.

(6) Voir un article du Professeur Pigou, dans *The Economic Journal*, septembre 1927, p. 3.

en Angleterre et sans doute aussi le remède. Si les prix anglais sont trop hauts, ce n'est pas que N est trop grand, c'est que K et que K' sont trop petits. Ce n'est pas que l'Angleterre n'ait point fait assez de déflation, c'est que les Anglais dépensent trop, que tous, ouvriers, paysans, petits fermiers déguisés en gentilshommes ruraux, bourgeoisie, classes aisées, exigent un *standard of life* au dessus de leurs moyens. L'Etat lui-même n'est pas exempt de ce reproche. Son administration, surtout les branches locales de son administration, lui coûtent trop cher.

Ce qui rend cette hypothèse plus vraisemblable encore, c'est le contraste que l'on ne peut s'empêcher de noter entre les industries qui travaillent pour le marché intérieur et les industries d'exportation : les unes en pleine crise, les autres dans une relative prospérité. On aboutit toujours, en définitive, à cette image d'une Angleterre prodigue, en face d'un monde appauvri.

Et c'est pour cela qu'à notre avis il ne sert à rien de prêcher à l'Angleterre la déflation. La cause du malaise dont elle souffre n'est pas essentiellement monétaire. C'est une cause morale. C'est ce luxe, legs inévitable des inflations, auquel faisaient allusion déjà les économistes du XVIe siècle, lors de la grande hausse des prix. C'est le mépris pour l'épargne qui fut la force du siècle dernier.

Pour sortir de pareille crise, la Grande-Bretagne n'a qu'à revenir à son passé. Comme le lui conseillait Sir Felix Schuster à l'Asemblée annuelle de la

National and Provincial Bank, elle n'a qu'à suivre l'exemple de l'Angleterre de Disraëli et de Victoria, cette Angleterre « dont il est de bon ton de se moquer maintenant », avare peut-être, mais toujours victorieuse.

*
* *

Les considérations qui précèdent nous ont quelque peu éloigné de la réforme monétaire anglaise. Mais elles étaient indispensables pour nous faire toucher du doigt que la crise économique dont a souffert l'Angleterre, après l'adoption du Gold Standard Act, n'est pas la conséquence directe du retour à l'étalon-or. Est-ce à dire que ce retour n'ait eu aucune part de responsabilité dans la crise ? Là n'est pas notre pensée. Nous ne pouvons pas nier l'évidence. Or les statistiques nous ont montré que si la crise existait avant la réforme, celle-ci l'avait certainement aggravée. Il nous reste à examiner brièvement par quel mécanisme cette aggravation s'est produite.

L'explication nous paraît double, selon que nous considérons les industries travaillant pour l'exportation et celles produisant plutôt pour le marché intérieur.

Dans le premier cas, le rôle joué par le facteur monétaire est très simple. La réappréciation de la livre, dans les mois qui ont précédé le retour à l'or, impliquait, nous l'avons vu, pour que la réforme

réussisse, une réadaptation des prix britanniques au niveau des prix américains. Tant que cette réadaptation ne s'était pas produite, les prix des marchandises anglaises, exprimés en or, étaient plus élevés que les prix des produits américains, à plus forte raison que ceux des produits continentaux. L'exportation était découragée; le chômage accentué.

Dans le second cas, le rôle du facteur monétaire, s'il est indiscutable aussi, est d'une analyse un peu plus délicate. Ici, ce n'est pas la disparité d'entre les prix anglais et les prix mondiaux qui provoque principalement le chômage, bien qu'en favorisant les importations d'objets étrangers, elle l'accentue indirectement. Dans ce cas, la cause essentielle de la dépression et de la crise, c'est l'attente d'une baisse des prix (7). Le consommateur sait que le retour à l'or sera suivi nécessairement d'une réduction des prix. Il s'abstient d'acheter le plus possible. Il préfère garder de l'argent qui se réappréciera plutôt que des marchandises dont la valeur baissera. Le négociant fait de même. Cette attitude des consommateurs, en même temps qu'elle provoque un arrêt de la production, entraîne la baisse des prix, par l'augmentation de pouvoir d'achat liquide que les individus gardent alors disponible. La crise dure tant que les consom-

(7) Nous adoptons ici l'explication que M. Keynes fournissait déjà en 1924 devant le Congrès de l'Association britannique pour la Société des Nations (Bureau International du Travail, *Etudes et Documents*, série C, Chômage, n° 9).

mateurs ont la conviction d'une baisse plus profonde. Dans les deux cas, le résultat est le même.

C'est bien ainsi que les choses paraissent s'être passées en Angleterre dans les années qui nous occupent. L'aggravation de la crise par le facteur monétaire a duré de la fin de 1924 au début de 1926, tant que les prix anglais et les prix américains étaient sensiblement différents et que les consommateurs anglais pouvaient espérer une baisse des prix. En avril 1926, elle était presque terminée. La grève générale, en provoquant une nouvelle hausse des prix anglais et une nouvelle disparité, l'ont fait rebondir jusqu'aux premiers mois de 1927. A l'heure actuelle, l'action d'aggravation du facteur monétaire nous semble avoir complètement cessé de se faire sentir.

Il est temps de nous résumer en peu de mots. Les statistiques du commerce extérieur et du chômage, l'état de production des principales industries anglaises montrent que l'Angleterre a traversé, pendant les deux ans qui ont suivi le retour à l'étalon-or, une crise économique grave. Mais cette crise n'a pas été essentiellement provoquée par la réforme de la monnaie. Elle avait des causes plus anciennes et plus profondes, notamment l'appauvrissement du monde et le train de vie trop élevé de la plupart des classes de la société britannique. Le retour à l'étalon-or a pourtant eu pour effet d'aggraver cette crise. Cette aggravation a duré tant que les prix anglais n'ont pas été réadaptés aux prix mondiaux.

En somme, et quelque douloureuses qu'elles

aient pu paraître sur le moment, les répercussions économiques de la réforme monétaire anglaise ne semblent pas avoir été telles que les avantages indéniables d'un retour à l'or aient pu être balancés par les inconvénients qu'il a causés. C'est l'opinion que Ricardo formulait déjà il y a cent ans, dans des circonstances analogues, et c'est celle que partage aujourd'hui encore l'immense majorité du peuple anglais.

CHAPITRE V

L'Avenir de la Réforme

L'impression qui se dégage des pages précédentes est, nous semble-t-il, la suivante.

L'Angleterre, à peine la guerre finie, a, par un effort méthodique et courageux, cherché à assainir ses finances et à rétablir l'étalon-or. Elle y est parvenue en 1925, dans les conditions particulières que nous avons exposées en détails et, depuis lors, le Gold Exchange Standard y a parfaitement fonctionné. La livre sterling est restée proche du dollar et ses variations n'ont presque jamais dépassé les limites des « gold points ». Quant aux conséquences économiques du retour à l'or, bien que momentanément graves, elles n'ont été que passagères et elles n'ont en rien compromis le succès de la réforme.

L'assainissement de la monnaie et des finances britanniques s'est accompagné d'un assainissement parallèle du crédit. Nous avons vu que l'actif des principales banques anglaises tend à reprendre la physionomie qu'il avait avant le conflit mondial. Le ta-

bleau suivant qui se rapporte aux bilans de fin d'année des dix-huit des principales banques anglaises marque bien cette tendance :

	Espèces en caisse et à la Banque d'Angleterre	o/o	Portefeuille de titres	o/o	Escomptes et Avances	o/o
1913	235.958.000	24.3	121.238.000	12.6	539.800.000	56
1924	437.889.000	20.9	361.416.000	17.3	1.132.070.000	54.3
1925	441.787.000	21.3	317.572.000	15.3	1.167.952.000	56.3
1926	444.014.000	21.1	307.661.000	14.6	1.216.637.000	57.9

Le dégonflement du portefeuille de titres qui revient progressivement à ce qu'il était avant la guerre en est le fait le plus saillant. Comme le faisait remarquer excellemment M. Lescure en 1926, c'est l'acheminement vers une situation normale, la substitution du crédit privé au crédit public, la reprise par les banques de la maîtrise du crédit (1). Si l'on ajoute que, malgré la grave crise économique la prospérité bancaire ne s'est pas un instant démentie (2), on voit que les finances anglaises, tant celles de l'Etat que celles des groupes privés, sont en train de redevenir ce qu'elles étaient avant la guerre : les meilleures finances du monde.

(1) Voir M. J. Lescure : *Le redressement du crédit en France et en Angleterre*, dans la *Revue Economique Internationale, octobre* 1926, p. 7-35.

(2) Selon l'observation juste, mais peut-être un peu [illegible] ls banquiers de la Cité, c'est le privilège [illegible] de gagner autant dans les moments difficiles que dans les périodes de prospérité, ici, en finançant les affaires, là, en avançant de l'argent aux industriels et aux commerçants gênés.

Comparée à une telle prospérité, la situation critique de l'industrie anglaise frappe d'autant plus les esprits et l'on s'explique aisément que nombre de gens aient cherché dans l'opulence des uns la cause de la misère des autres. C'est une opinion courante parmi les « Anglais moyens » que les divers gouvernements qui se sont succédés depuis l'armistice, à l'exception peut-être du cabinet Mac Donald, ont eu pour secret dessein de sacrifier les industriels de Birmingham et de Manchester, les ouvriers de la mine, de la filature et du chantier de constructions navales aux financiers de la Cité, aux fonctionnaires et aux rentiers de l'Etat. Des économistes même y ont vu le signe de l'apparition d'une nouvelle phase dans l'histoire du Royaume-Uni, l'agonie de l'Angleterre industrielle, la naissance d'une Angleterre spécialisée dans les affaires de banque et de commerce international. Nous avons exposé, dans le chapitre précédent, notre manière de penser et nous croyons avoir montré que la vérité n'est pas là. La crise économique dont souffre l'Angleterre n'est pas la rançon de sa prospérité financière, mais la conséquence de l'appauvrissement que la guerre a créé. Ce déséquilibre, du reste, ne lui est pas particulier : on pourrait le retrouver dans d'autres pays d'Europe, tant il semble que le désordre économique, legs du conflit mondial, soit un mal d'un caractère plus grave que le désordre monétaire.

Si délaissant désormais ce qui fut pour nous tourner vers ce qui sera, nous essayons de prévoir

l'avenir de la réforme et les écueils qu'elle peut rencontrer, les quelques remarques qui précèdent nous commandent une distinction : ou l'Angleterre verra, avec ses finances saines déjà reconquises, son industrie et son commerce redevenir florissants, et le succès définitif du retour à l'or nous paraît assuré ; ou la crise économique persistera, et, dans ce cas, nos pronostics sont plus sombres. Il convient d'envisager ces deux hypothèses tour à tour.

***

Que le monde se relevant des ruines accumulées par la guerre retrouve son équilibre et sa prospérité d'autrefois, que l'Europe, en particulier, oubliant ses vieilles querelles et son provincialisme désuet, cherche dans la suppression des barrières douanières et dans la réalisation d'une vaste unité économique le large débouché dont ses industries spécialisées ne sauraient se passer, que l'Angleterre, surtout, revenant sur un orgueil traditionnel, mais illégitime, consente à réduire son train de vie plus en harmonie avec ses moyens, en un mot que l'essor industriel et commercial du Royaume-Uni renaisse, la Grande-Bretagne ne se repentira pas d'avoir rétabli l'étalon-or. Les difficultés auxquelles la réforme monétaire pourrait se heurter seront facilement surmontées par un organisme vivace.

Parmi celles-ci, la première à retenir et, sans doute, la plus importante, c'est l'énormité de la dette

flottante et de la dette à court terme. La dette flottante se compose, nous l'avons vu, des Avances par Voies et Moyens de la Banque d'Angleterre et des Départements Publics et des Bons du Trésor. Ceux-ci constituent une masse considérable qui a varié, dans le premier semestre de 1927, entre 671 millions de livres sterling et 563 millions. Au 27 août dernier, elle atteignait le montant de 614 millions.

Une dette flottante aussi forte semble, à première vue, un péril redoutable pour le Trésor qui l'a émise. Viennent les Bons à ne pas être renouvelés et le gouvernement voit se creuser dans son budget un déficit considérable. Tout l'assainissement financier du pays peut être en un instant compromis. En fait, pareille éventualité est-elle à craindre? Nous ne le pensons pas. En premier lieu, cette dette flottante semble entrée dans les mœurs monétaires du marché de Londres. Jusqu'ici, le Trésor n'a eu aucune difficulté sérieuse pour faire renouveler ses Bons aux enchères du vendredi. La politique monétaire, suivie par les dirigeants anglais depuis le retour à l'étalon-or nous a même montré que cette masse d'engagements à très court terme, loin d'être préjudiciable à la réforme, a servi indirectement au Trésor et à l'Institut d'Emission pour maintenir ferme le loyer de l'argent. Il importe de noter aussi que les *Treasury Bills*, étant en majeure partie dans le portefeuille des grandes banques anglaises, le péril qui peut en résulter est subordonné à la politique de celles-ci. Or leur bon vouloir ne peut être mis en

doute. Selon l'expression de M. Lescure « il n'y a pas en Angleterre de plébiscite des Bons, à moins de considérer comme une plèbe les *Five Big* de Londres » (3).

Il faut remarquer, il est vrai, que, si la dette a été jusqu'à présent facilement renouvelée, en période de dépression économique, il pourrait ne pas en être de même, le jour où les affaires se réveilleraient. La concurrence que ferait alors le commerce au Trésor risquerait de rendre plus difficile le placement des *Treasury Bills*. Déjà en 1920, dans des circonstances analogues, cette concurrence avait abouti à une crise grave. Soixante-trois millions de livres de Bons du Trésor ne furent pas renouvelés et l'Etat dut emprunter à la Banque d'Angleterre sur des assignations de Voies et Moyens (4). Bien qu'une reprise des affaires aussi intense qu'en 1920 ne soit pas à prévoir, on ne saurait se dissimuler qu'il y a là pour le succès de la réforme un écueil assez sérieux. Mais le remède, heureusement, nous paraît proche du mal. Le réveil de la prospérité, en effet, en redonnant au Trésor de forts excédents budgétaires, permettrait au Chancelier de l'Echiquier le retour à la courageuse politique d'amortissement qu'il a suivie jusqu'en 1923. Tandis que, dans les dernières années, nous l'avons vu précédemment, l'amortissement réel n'a pas dépassé 36 millions et 23 ½ millions de livres

(3) Lescure, *art. cit.*
(4) Voir à ce sujet G.E. Bonnet, *op. cit.*, p. 109.

sterling, et cela malgré des annuités prévues au budget de 50 et de 60 millions respectivement, il y a toutes raisons d'espérer qu'avec un réveil des affaires, cet amortissement pourrait atteindre 100 millions de livres par an. Le danger d'un non-renouvellement de la dette flottante serait ainsi grandement atténué.

Le péril de la dette à court terme n'est pas, lui non plus, négligeable. Dans les très prochaines années, des échéances considérables vont se succéder. Il est intéressant, à ce propos, de comparer le chemin parcouru, depuis 1922 jusqu'au début de 1927, en matière d'amortissement et de transfert de la dette à court terme en dette à plus long terme, et le chemin qui reste à parcourir.

Dans les cinq années en question, le gouvernement anglais a remboursé ou converti près de £ 640 millions de dette à court terme : à savoir, £ 424 millions de *National War Bonds* en 1922 et 1923, £ 170 millions d'*Exchequer Bonds* en 1925, £ 46 millions de *Treasury Bonds*. En outre, le total des *National War Bonds* qui restent à rembourser a été réduit de £ 776 millions à £ 706 millions, celui des *Treasury Bonds* remboursables en 1929 de £ 245 millions à £ 30 millions, soit 285 millions de réduction sur la dette exigible dans les années 1927 et suivantes. Enfin, la dette à long terme a diminué de quelques £ 80 millions et la dette flottante de quelques £ 200 millions. C'est ce que résume le tableau suivant :

(en millions de £)

	Réduction de la Dette		Nouvelles créations de Dette
Dette flottante	200	Emissions nouvelles de *Treasury Bonds*	315
Dette à court terme ..	925	Augmentation du 5 % *War Loan*	160
Dette aux Etats-Unis..	25	Augmentation créée par des emprunts de conversion (705 millions dont 175 nominaux)	530
Divers emprunts à long terme	80		
	1230		1005

Ce tableau nous montre un transfert très important de dette à court terme en dette à plus long terme, ainsi qu'un amortissement sensible, qui font tous deux honneur à la politique du gouvernement anglais. Mais le chemin à parcourir demeure long.

Au premier janvier 1927, la dette anglaise se décomposait comme suit :

Dette flottante :

Bons du Trésor	674.255.000
Avances des Départements Publics	156.501.000
Avances de la Banque d'Angleterre	2.000.000
	832.756.000

Dette à court terme :

Venant à échéance avant mai 1930 (*Treasury Bonds* 5 o/o, *National War Bonds* 5 o/o et 4 o/o, *War Loan* 3 ½ o/o, *Treasury Bonds* 5 ½ o/o, *Exchequer Bonds* 3 o/o)	978.194.000

Remboursable à partir de 1928-1930 (dont 2.044.053.000 de 5 o/o *War Loan*, de 1919 à 1947)	2.778.360.000
Dette à long terme :	
Remboursable après 1940 et 1960	2.077.801.000
Dette extérieure	1.110.778.000
TOTAL	7.707.889.000

Ce tableau fait clairement ressortir l'importance des échéances de dette à court terme accumulées dans les années prochaines. La dette venant à maturité est de £ 265 millions en 1927, de près de £ 440 millions en 1928. Le gouvernement anglais s'est déjà préoccupé de la convertir. En janvier 1927, il a lancé un grand emprunt 4 % *Consolidés*, ayant pour but de parer aux échéances de l'année : à savoir, £ 26.900.000 de *Treasury Bonds* 5 % à échéance de février 1927, £ 158.116.000 de *National War Bonds* 5 % à échéance d'octobre 1927, £ 79.984.000 de *National War Bonds* 4 %, également à échéance d'octobre 1927. La conversion s'est effectuée d'une manière satisfaisante. Les souscriptions à l'emprunt de 4 % *Consolidés* ont atteint £ 209 millions dont 81 millions d'argent frais et 128 millions de titres. Mais les échéances de 1928 et des années suivantes demeurent.

Dans ces conditions, la politique fiscale du Chancelier de l'Echiquier ne saurait se départir de son énergie. Tant pour parer aux non-renouvellements possibles de la dette flottante qu'aux rembour-

sements à prévoir de la dette à court terme, des excédents budgétaires sont indispensables. Sans doute, dans l'hypothèse où nous nous sommes placés, celle d'un réveil des affaires, des plus-values sont à espérer dans le rendement de l'*Income Tax*. Elles ne sauraient suffire. Le gouvernement anglais doit chercher, dans la réduction de ses dépenses administratives, dans le dégonflement des sommes allouées à l'Amirauté, le complément nécessaire au superéquilibre de son budget. S'il entre dans cette voie, la réforme monétaire a bien des chances de ne rencontrer de ce côté aucune difficulté sérieuse.

Reste l'écueil du volume exagéré de la circulation, en face d'un stock d'or relativement réduit. Déjà avant la guerre, la pauvreté de l'Angleterre en métal jaune était une cause d'inquiétude et de discussion aux Assemblées annuelles des Banques. M. Hartley Withers proposait même que le gouvernement remboursât en or à l'Institut d'Emission sa dette, qui dépassait 11 millions de livres, ou que, par une élévation du taux du marché, on attirât à Londres le métal jaune, accroissant ainsi les espèces en circulation (5). Cette pauvreté n'a fait qu'augmenter avec la guerre. L'émission non gagée des currency-notes, l'énorme développement des dépôts ont rendu la base métallique, sur laquelle reposent la circulation fiduciaire et la superstructure du cré-

(5) Voir Hartley Withers, *op. cit.*, chap. XIV, La réserve d'or.

dit, extrêmement exiguë. Pour s'en rendre compte, il suffit de songer que les 2 milliards de livres sterling de dépôts des banques anglaises, les 300 millions de currency notes et les 140 millions de bank notes n'ont pour gage, en définitive, que les 150 millions d'or détenus dans les coffres de la Banque. Il est vrai que ce miracle — le mot ne nous semble pas trop fort — quelque fragile qu'il puisse paraître aux yeux des profanes, fonde sa solidité sur les habitudes mi-séculaires d'une nation.

Il faut remarquer, du reste, que c'est précisément l'avantage du Gold Exchange Standard qu'il permet à un pays d'accrocher sa monnaie à l'or avec un stock de métal même très réduit. Tant que l'Angleterre s'en contentera, sa pénurie d'or, par conséquent, ne pourra lui être nuisible. Mais l'or dût-il revenir dans la circulation, ce qui, à notre avis, n'est nullement souhaitable, il est vraisemblable que les souverains seraient assez peu employés et que, dans ces conditions, la Grande-Bretagne n'aurait pas trop à souffrir de ses réserves d'or restreintes.

On sait qu'en définitive le stock de métal d'un pays ne sert qu'à solder les déficits momentanés de sa balance des comptes. Or, dans le cas d'un réveil de la prospérité industrielle de l'Angleterre, il est à prévoir que ces déficits ou n'existeront pas, ou seront très réduits. L'excédent des importations sur les exportations ira en diminuant, un solde restera disponible pour les placements à l'étranger, et le montant global de ceux-ci allant chaque année en aug-

mentant, les revenus que l'Angleterre tirera de ses capitaux investis au dehors seront le meilleur contrepoids à ses fortes importations.

Il est intéressant de noter à ce propos que la proportion du stock d'or de la Grande-Bretagne par rapport au volume mensuel de son commerce extérieur, si elle est certes minime, est comparable à celle de plusieurs pays importants. D'après des calculs de l'*Economist* (6), elle s'établirait comme suit pour les principales nations du monde :

	Réserves d'or (en millions de £)	Moyenne des importations mensuelles (en millions de £)	Proportion
Angleterre	151	97	1.6
Hollande	40.3	18.6	2.2
Suède	12.6	6.7	1.9
Suisse	18.5	8.7	2.1
Allemagne	85.4	48.0	1.8
Belgique	14.9	14.5	1.0
Russie	17.4	6.4	2.7
Tchécoslovaquie	5.6	8.9	0.6
Canada	44.3	15.2	2.9
Australie	46	12.1	3.8
Inde	22.5	14.0	1.6
Italie	65.5	18.0	3.6
France (7)	146	36.0	4.1
Espagne	101	5.8	18.3
Argentine	90	14.2	6.2
Japon	157	17.4	9.0
Etats-Unis	610	72	8.8

Ainsi l'exiguité des réserves anglaises en métal

(6) Voir l'*Economist*, 23 avril 1926, p. 843.

(7) Le chiffre de la France s'est depuis lors notablement accru.

jaune ne nous paraît pas de nature à compromettre profondément le succès du retour à l'or. Elle présente, toutefois un inconvénient particulier à l'Angleterre. On n'ignore pas qu'en vertu du *Bank Charter Act* de Peel le chiffre de l'émission fiduciaire ne peut dépasser une limite fixe et qu'en conséquence la circulation des billets de banque et le volume du crédit suivent servilement les variations du stock de métal. Le jour, prochain peut-être, où, selon les indications du Comité Cunliffe, reprises, nous l'avons vu, par le Comité Bradbury, l'émission des currency-notes sera transférée à la Banque d'Angleterre, si le fonctionnement de celle-ci reste réglé par les termes de l'acte de Peel, la limite de l'émission fiduciaire se trouvant élevée jusqu'à concurrence du résidu d'inflation officiellement admis, il en résultera peut-être pour la circulation anglaise un certain manque d'élasticité. Survienne dans le monde une crise grave, d'origine monétaire ou autre, qui aura pour conséquence un drainage de l'or à l'extérieur, et une diminution sensible des réserves de la Banque, le volume de la circulation et par suite du crédit anglais pourra s'en trouver affecté dans des proportions plus fortes que celles qu'eût légitimées l'importance de la crise.

Ces considérations ont incliné certains économistes et certains financiers éminents de la Cité à proclamer la nécessité de la révision du *Bank Charter Act*. Outre la menace toujours présente d'une crise, ils observent que dans les conditions monétaires

actuelles, la circulation d'un pays a besoin de plus de souplesse qu'avant 1914 et M. Mac Kenna, qui est un des plus ardents champions de l'abrogation de l'acte de Peel, va jusqu'à prétendre que la prospérité de l'Amérique pendant ces dernières années s'explique par la politique libérale des Banques de réserve Fédérales. Aussi, est-ce à leur exemple, ou suivant la loi qui régit la Reichsbank, que devrait être conçu, d'après eux, le rajeunissement de l'Institut d'Emission britannique. Le volume des billets devrait être couvert par de l'or dans une certaine proportion qui serait fixée à 30 ou à 40 % et chaque fois que la circulation dépasserait le chiffre autorisé par le stock de métal, la Banque devrait payer une taxe qui augmenterait à mesure que la proportion d'or aux billets émis irait en diminuant. Hâtons-nous d'ajouter que cette proposition s'est heurtée à la résistance d'autres personnalités importantes des milieux économiques et financiers qui n'invoquent à défaut d'autres arguments, que la fidélité aux vieilles traditions britanniques.

Quoi que nous pensions d'une controverse où nous n'avons pas à prendre parti, et quel que soit le régime sous lequel la Banque d'Angleterre se trouvera placée à l'avenir, nous ne doutons pas qu'avec leur merveilleux instinct financier, les Anglais ne parviennent à surmonter les quelques autres obstacles d'ordre secondaire que le rétablissement définitif de leurs finances peut encore rencontrer sur sa route. L'habileté dont ont toujours fait preuve les

dirigeants de la Banque d'Angleterre et du Trésor suffit à nous donner confiance. Déjà, avec l'adoption du Gold Standard Act, la prééminence de Londres comme marché monétaire s'est affirmée. Le jour qui ne saurait tarder, où, par l'unification des billets de la Banque et des currency-notes, l'assainissement des finances anglaises sera parachevé, nul ne songera à lui contester cette première place. La Cité sera redevenue le centre financier du monde.

*
* *

Si, nous plaçant maintenant dans la seconde hypothèse, celle de la persistance de la crise dont souffre actuellement l'industrie anglaise, nous envisageons les perspectives qui s'ouvrent devant le retour à l'or, nos prévisions sont plus sombres. Sans doute, la Grande-Bretagne est-elle parvenue, malgré la dépression économique qui l'accable, à revenir au métal jaune et à maintenir la livre sterling au pair durant les deux ans qui se sont écoulés depuis la promulgation du Gold Standard Act. Sans doute, les finances anglaises ont-elles pu être assainies et la prospérité du monde bancaire reprendre, non pas au prix, mais en dépit de la crise industrielle. Mais il y a là, à nos yeux, une situation qui, avec le temps, deviendrait paradoxale et qui ne saurait durer. La persistance du malaise économique, en aggravant de plus en plus les excédents d'importations sur les exportations, les importations de produits alimentaires

augmentant avec l'accroissement de la population, tandis que les exportations d'objets manufacturés varieraient peu ou diminueraient, conduirait au déséquilibre irrémédiable de la balance des comptes. Pour solder ses déficits incessants, l'Angleterre ne pourrait indéfiniment songer à l'appoint des capitaux à court terme. Cette méthode qui était légitime exceptionnellement n'est pas un remède durable. Un jour ou l'autre, les capitaux flottants pourraient se lasser de courtiser la Cité. Ce serait le commencement de la décadence. Le cours de la livre s'effondrerait. Pour la soutenir, la Grande-Bretagne n'aurait plus alors le choix qu'entre l'utilisation de ses réserves d'or ou la vente de son portefeuille de titres étrangers. Celles-là seraient vite épuisées. Ceux-ci seraient plus durables. Ils pourraient même assurer à l'Angleterre une certaine longévité. Mais que comptent un ou deux siècles en face des millénaires d'une civilisation ?

On a objecté, il est vrai, qu'à admettre la gravité de la crise industrielle, l'avenir du Royaume-Uni n'en serait pas compromis. Il en serait transformé. Renonçant à vivre de ses usines, comme il y a cent ans elle renonçait à vivre de ses terres, l'Angleterre vivrait de sa banque. Elle se spécialiserait dans cette branche du commerce international et ses placements étrangers lui fourniraient le complément de revenus nécessaires. Quoiqu'il nous paraisse difficile d'imaginer que la prospérité financière de la Grande-Bretagne puisse survivre à son développe-

ment industriel et commercial, des liens trop intimes les unissant l'un à l'autre (8), à reconnaître que ce soit possible, l'avenir ne nous apparaîtrait pas beaucoup plus souriant. Comme le notait avec raison Jean-Pierre Lazard (9), une nation qui ne vivrait plus que du commerce de l'argent ne tarderait pas à sombrer dans la paresse et dans le luxe. Londres ressemblerait bientôt à Venise et à Amsterdam. Quelque temps, elle éblouirait le monde par son opulence. Mais viennent les grands courants commerciaux à délaisser l'Atlantique pour le Pacifique, vienne l'Europe à n'être plus qu' « un appendice occidental de l'Asie », il ne resterait à l'Angleterre que le souvenir de sa fortune. Son époque aurait été.

*
* *

Les variations qui peuvent survenir dans la valeur du métal jaune sont le dernier élément dont nous devions tenir compte dans cet examen de l'avenir du retour de l'Angleterre à l'étalon-or. Leur importance

(8) Qu'il nous suffise de citer, à l'appui de notre opinion, ces quelques lignes d'Arnauné : « La cause primordiale qui fait de l'Angleterre le grand centre banquier de l'Angleterre réside précisément dans ses extraordinaires et incessantes exportations, à raison desquelles chaque pays du monde, recevant constamment des objets manufacturés de l'Angleterre, est dans l'obligation pour les payer de faire des remises, soit en numéraire, soit en produits, soit en papier de commerce... Cette prépondérance de l'Angleterre s'affaiblit à mesure que des rapports directs s'établissent entre les divers pays ». (*La Monnaie, le Crédit et le Change*, 5e édition, p. 125-126).

(9) J.-P. Lazard, *Op. cit.*

est, en effet, capitale. Si l'or se réapprécie, la dépression économique mondiale s'accentuera ; d'autre part, le poids de la dette britannique deviendra plus lourd pour le contribuable. La réforme monétaire anglaise sera compromise ou rendue plus difficile. Si l'or, au contraire, perd de son pouvoir d'achat, le niveau des prix mondiaux ira à la rencontre du niveau des prix anglais, l'industrie du Royaume-Uni sera stimulée, l'assainissement définitif des finances britanniques accéléré.

Il est malheureusement presque impossible de discerner quelle sera la valeur de l'or dans l'avenir On sait qu'au XIXe siècle et malgré quelques fluctuations, cette valeur resta remarquablement stable (10). Mais cette stabilité tenait à des circonstances spéciales qui vraisemblablement ne se renouvelleront pas. D'une part, la découverte des mines d'or marcha de pair avec les progrès de la technique. Les besoins industriels, d'autre part, le goût de l'Asie pour la thésaurisation, enfin la politique des Banques Centrales absorbèrent régulièrement le surplus d'or et neutralisèrent l'effet d'inflation qu'il n'aurait pas manqué de causer.

Ces circonstances éminemment favorables se reproduiront-elles demain ? C'est extrêmement peu

(10) Keynes écrit à ce sujet : « Le caractère essentiel de cette période fut la *stabilité* relative des prix. Les prix étaient approximativement les mêmes en 1826, 1841, 1855, 1862, 1867, 1871 et 1915. Ils étaient également semblables en 1844, en 1881 et en 1914 » (*La Réforme Monétaire*, trad. franç., p. 29).

probable. Tout d'abord, le progrès matériel se développera sans doute à un rythme beaucoup plus lent qu'au siècle dernier. Le ralentissement même de la production de l'or ne suffira pas à rétablir l'équilibre. Celle-ci est à peu près de 80 millions de livres sterling par an. Le stock mondial pouvant être évalué à 2.200 millions de livres sterling, c'est dire que ce stock s'accroit chaque année de 2 % environ. Mais comme les moyens de circulation, par l'intermédiaire du crédit, croissent plus que proportionnellement à l'augmentation du stock de métal jaune, le pouvoir d'achat mondial s'élève dans une mesure plus forte, disons de 3 à 4 %. Etant donné qu'il est très peu vraisemblable que la richesse du monde aille en se développant d'une manière aussi forte, l'inflation qui s'ensuivra forcément compromettra la stabilité des prix.

Mais il y a un autre facteur qui introduit dans ces considérations un aléa formidable. C'est la réserve énorme de métal jaune accumulée depuis la guerre par le *Federal Reserve Board*. Les Etats-Unis détiennent à l'heure actuelle, près du tiers de l'or du monde. De leur politique monétaire, en définitive, plus que de la production des mines de l'Australie et de l'Afrique du Sud, peut dépendre sa valeur. On sait que jusqu'ici ils ont absorbé tout le métal jaune qu'on leur offrait, accroissant la couverture de leurs billets, au point de n'avoir plus, pour ainsi dire, de circulation fiduciaire. Ils ont évité par là la hausse des prix. Mais poursuivront-ils indéfiniment cette poli-

tique coûteuse ? N'est-il pas à craindre que les Banques américaines, saturées d'or et désirant trouver dans l'émission de légitimes bénéfices, ne se servent de ces réserves considérables pour fonder sur elles une prodigieuse inflation ? Essaieront-elles, au contraire, comme on l'a prétendu, appliquant alors une politique extrêmement habile et prévenant la pénurie de métal jaune qui pourrait se faire sentir en Europe avec le retour progressif de celle-ci à l'étalon-or, d'écouler peu à peu vers le vieux continent le stock inutile de métal jaune qu'elles détiennent et qui les congestionne? Et, à admettre que ce soit leur désir, l'Europe pourra-t-elle ou voudra-t-elle l'absorber ? La conduite si différente des principales Banques Centrales, certaines recherchant l'or, d'autres lui préférant les crédits étrangers, l'hésitation que nombre de pays semblent avoir à remettre le métal en circulation, l'habitude que les peuples ont prise de se servir de papier, l'adoption par beaucoup du Gold Exchange Standard sans avoir abandonné le dessein de revenir à l'étalon-or parfait, sont autant de signes divers inconciliables entre eux.

Dans ces conditions, il est extrêmement difficile de prévoir si, dans les années à venir, l'or sera abondant ou rare, les prix en hausse ou en baisse. Mais la conclusion qui se dégage de ce rapide examen, c'est qu'ils dépendront avant tout de la volonté ou du caprice du *Federal Reserve Board* et qu'en conséquence leur stabilité est douteuse. Or, les inconvénients graves des fluctuations des prix sont trop présents à nos

mémoires pour qu'il soit besoin d'insister sur la nécessité d'y remédier.

Les répercussions internationales d'une variation de valeur de l'or, suivie *ipso facto* par une variation des prix, devait naturellement conduire à l'idée d'une réglementation internationale de cette valeur. Ce sera l'honneur de M. Hawtrey de l'avoir préconisée. Suivant ses propositions, la Conférence Economique de Gênes avait déjà recommandé « la pratique d'une coopération constante entre les Banques d'Emission et l'adoption d'une convention internationale dont l'objet serait de centraliser et de coordonner les demandes d'or afin de prévenir les fluctuations anormales de son pouvoir d'achat ». Le Professeur R. A. Lehfeldt a récemment repris cette idée dans une série d'articles fort intéressants parus dans l' *Economist* (11). Il propose le contrôle de la production de l'or. Celui-ci serait exercé par une Commission Internationale qui reproduirait, dans ses grandes lignes, l'organisation de la Société des Nations. Il y aurait un Conseil dont feraient partie de droit les Etats producteurs et les principales puissances. Cette Commission devrait acquérir progressivement la propriété des terrains aurifères. Elle réglementerait les quantités d'or mises en circulation, constituant des stocks les années de fortes productions pour les écouler dans les périodes où la production serait déficitaire.

(11) Voir l'*Economist*, n^{os} du 6 novembre, 13 novembre, 20 novembre, 27 novembre, 4 décembre 1926.

Quelque utopique que puisse paraître encore cette proposition, elle mérite d'être retenue comme significative d'une tendance. L'opinion des économistes s'accoutume de plus en plus à l'idée d'une monnaie dirigée. Et c'est bien, là nous semble-t-til, la dernière conclusion à tirer de cette étude. Le rétablissement en Angleterre de la monnaie or n'est pas, comme certains le pensent, un retour vers le passé, la résurrection d'une forme d'étalon qui a fait son temps. C'est une promesse d'avenir, c'est l'acheminement par l'intermédiaire d'une *gold managed currency* vers une *managed currency*.

Vu : *Le Doyen*,
H. Berthélemy.

Vu : *Le Président*,
Charles Rist.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. Charléty.

BIBLIOGRAPHIE

I. — *Sources, Documents*, etc...

The Economist, articles, correspondance, statistiques (années 1924 à 1927).
Annual Report of the Federal Reserve Board (1925-1926).
The Times.
Revue d'Economie Politique (chronique de la stabilisation financière).
Conférence de Gênes, Documents.
Publications de la Société des Nations (notamment le *Mémorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales*, Genève 1926).
Publications du Bureau International du Travail (Etudes et Documents, notamment série C, chômage).

II. — *Ouvrages Généraux*

Aftalion. — *Monnaie, Prix et Change*, Paris, 1927.
Arnauné. — *La Monnaie, le Crédit et le Change*, 6e édition, Paris, 1922.
Cassel. — *La Monnaie et le Change après* 1914, édition française, Paris, 1923.
Fisher. — *Le Pouvoir d'achat de la Monnaie*, édition française, Paris, 1926.
Hawtrey. — *Currency and Crédit*, Londres, 1919.
— *Monetary Reconstruction*, Londres, 1923.
— *Communication à la Royal Economic Society de Londres* (*Economic Journal*, juin 1924).
J.-M. Keynes. — *La Réforme Monétaire*, édition française, Paris, 1924.
Ricardo. — *Complete Works*.
Ch. Rist. — *La Déflation en pratique*, Paris, 1924.
Adam Smith. — *Wealth of Nations*.
H. Withers. — *Qu'est-ce que la Monnaie ?* édition française, Paris, 1917.

III. — *Ouvrages et Articles Spéciaux*

L. Baudin. — *Le Gold Exchange Standard* (*Revue des Sciences Politiques*, juillet-septembre 1924).
— *Le retour à l'étalon-or en Grande-Bretagne, d'après les banquiers anglais* (*Revue d'Economie Politique*, 1925).
— *Les causes profondes du malaise britannique d'après les banquiers anglais* (*Revue d'Economie Politique*, 1926).
G.-E. Bonnet. — *La Politique anglaise d'assainissement monétaire*, Paris, 1923.
Conant. — *The Gold Exchange Standard in the light of experience* (*Economic Journal*, 1909).
Henderson. — *L'exportation des capitaux anglais pendant et après la guerre*, Paris, 1924.
G. Lacout. — *Le Retour à l'étalon-or*, Paris, 1927.
A. Lansburgh. — *Englands Rükkehr zur Goldwährung* (*Die Bank*, juin 1925).
J.-P. Lazard. — *Politique et Théories monétaires anglaises d'après-guerre*, Paris, 1927.
W. Leaf. — *Discours aux Assemblées Générales de la Westminster Bank*, 1925-1926.
R.-A. Lehfeldt. — *Controlling the output of gold* (*The Economist*, novembre-décembre 1926).
Lescure. — *Le redressement du crédit en France et en Angleterre* (*Revue Economique Internationale*, octobre 1926).
Mac Kenna. — *Discours aux Assemblées Annuelles de la Midland Bank*, 1925-1927.
Meynial. — *Créances et Dettes Internationales*, Paris, 1927.
Pigou. — *Wages and Unemployement* (*Economic Journal*, septembre 1927).
H. Pouyanne. — *L'étalon-or en Grande-Bretagne* (Revue de *Paris*, 15 avril 1926).
Rueff. — *Les variations du chômage en Angleterre* (*Revue Politique et Parlementaire*, 1925).
A.-H. Tocker. — *The Monetary Standards of New-Zealand and Australia* (*The Economic Journal*, décembre 1924).

APPENDICE

Documents Statistiques

Variations du volume de la Circulation et des Dépôts dans les principales Banques de Grande-Bretagne

(en millions de livres sterling)

	Moyennes mensuelles	Banque d'Angleterre	Currency Notes	Banques du Clearing de Londres	TOTAL
1925	Avril	252.5	260.4	1645.	2.157.9
	Mai	267.2	238.0	1636.	2.141.2
	Juin	272.2	239.5	1663.	2.174.7
	Juillet	277.1	243.5	1671.	2.191.6
	Août	269.9	243.5	1649.	2.162.4
	Septembre	273.4	237.7	1651.	2.162.1
	Octobre	258.7	236.7	1665.	2.160.4
	Novembre	263.8	235.7	1656.	2.155.5
	Décembre	282.3	238.5	1684.	2.204.8
1926	Janvier	271.3	233.0	1675.	2.179.3
	Février	265.9	229.4	1644.	2.139.3
	Mars	263.7	233.0	1625.	2.121.7
	Avril	257.7	239.9	1628.	2.125.6
	Mai	264.4	245.2	1627.	2.131.6
	Juin	270.8	240.4	1667.	2.131.6
	Juillet	264.8	237.4	1684.	2.186.2
	Août	263.7	237.0	1671.	2.171.7
	Septembre	261.4	233.4	1660.	2.154.8
	Octobre	262.8	233.1	1686.	2.181.9
	Novembre	260.6	231.4	1685.	2.177.0
	Décembre	263.9	236.0	1726.	2.225.9

1927	Janvier	267.8	229.0	1731.	2.227.8
	Février	255.4	226.0	1690.	2.171.4
	Mars	259.5	229.7	1669.	2.158.2
	Avril	258.6	240.4	1679.	2.178.0
	Mai	247.4	238.8	1687.	2.173.2
	Juin	256.5	243.9	1722.	2.223.4

Variations de la Dette Publique Intérieure de la Grande-Bretagne

(en millions de livres sterling)

31 mars 1925	7.666
31 décembre 1925	7.787
31 mars 1926	7.633
31 décembre 1926	7.778
31 mars 1927	7.631
18 juin 1927	7.696

Variations de la Dette Flottante

(en millions de livres sterling)

		Voies et Moyens			
		Banque d'Angleterre	Départements Publics	Bons du Trésor	TOTAL
		—	—	—	—
1925	25 avril	—	164.9	563.2	728.1
	30 mai	—	155.5	581.5	737.0
	30 juin	9.7	185.2	596.6	791.5
	1er août	—	178.5	604.2	782.7
	29 août	—	144.3	625.4	769.7
	30 septembre .	—	131.3	643.8	775.1
	31 octobre	—	134.4	637.4	771.8
	28 novembre ..	—	122.1	646.7	768.8
	31 décembre ...	16.5	164.6	635.5	816.6
1926	30 janvier	—	146.7	638.7	785.4
	27 février	—	146.8	581.9	728.7
	31 mars	—	139.4	564.9	704.3
	1er mai	—	161.1	555.7	716.8
	30 juin	12.5	149.5	612.9	774.9
	31 juillet	—	163.5	609.8	773.3

	28 août	—	124.1	637.1	761.2
	30 septembre .	—	102.0	664.2	766.2
	30 octobre	—	118.0	663.1	781.1
	27 novembre ..	—	117.5	669.5	787.0
	31 décembre ..	14.	168.4	663.4	845.8
1927	29 janvier	—	134.4	671.4	805.8
	26 février	—	123.7	628.0	751.7
	26 mars	—	116.6	599.1	715.7
	30 avril	—	138.8	563.9	702.0
	28 mai	—	103.2	578.9	682.1
	30 juin	25.7	140.0	575.3	741.0
	30 juillet	—	130.8	607.0	737.9
	27 août	—	113.1	614.8	728.0

Variations mensuelles du Stock d'or de la Banque d'Angleterre

(en livres sterling)

1925	29 avril	155.742.064
	27 mai	156.690.279
	24 juin	157.183.840
	29 juillet	164.257.807
	26 août	163.194.222
	30 septembre	160.466.713
	28 octobre	150.282.719
	25 novembre	146.734.262
	30 décembre	144.556.367
1926	27 janvier	144.204.881
	24 février	144.493.468
	31 mars	147.768.576
	28 avril	146.372.276
	26 mai	149.007.391
	30 juin	150.349.540
	28 juillet	152.126.713
	25 août	154.805.514
	29 septembre	155.833.112
	27 octobre	152.814.940
	24 novembre	152.974.616
	29 décembre	151.118.648
1927	26 janvier	151.344.543
	23 février	150.147.937

30 mars	150.548.247
27 avril	154.163.109
25 mai	152.540.640
22 juin	152.008.789

Taux d'Escompte de la Banque d'Angleterre

4 mars 1925	5 o/o
6 août 1925	4 ½ o/o
1er octobre 1925	4 o/o
3 décembre 1925	5 o/o
21 avril 1927	4 ½ o/o

Taux d'Escompte de la Federal Reserve Bank de New-York

26 février 1925	3 ½ o/o
7 janvier 1926	4 o/o
22 avril 1926	3 ½ o/o
12 août 1926	4 o/o

Taux du Marché à Londres et à New-York

		Londres %	New-York %
1925	Avril	4 7/16	3 3/4
	Mai	4 17/32	3 3/4
	Juin	4 1/2	4
	Juillet	4 11/32	4
	Août	3 15/16	4
	Septembre	3 5/8	4 1/4
	Octobre	3 19/32	4 1/4
	Novembre	3 15/16	4 1/4
	Décembre	4 13/16	4 1/4
1926	Janvier	4 25/32	4 1/2
	Février	4 1/4	4 1/4
	Mars	4 3/8	4 1/4
	Avril	4 5/16	4 1/4

	Mai	4 9/16	4 1/8
	Juin	4 1/4	4
	Juillet	4 1/4	4
	Août	4 1/2	4 1/8
	Septembre	4 17/32	4 1/4
	Octobre	4 11/16	4 1/2
	Novembre	4 23/32	4 1/2
	Décembre	4 17/32	4 1/2
1927	Janvier	4 1/8	4 1/2
	Février	4 3/16	4
	Mars	4 9/32	4
	Avril	4 1/32	4 1/4
	Mai	3 7/8	4 1/4
	Juin	4 5/16	4 1/4
	Juillet	4 9/32	—

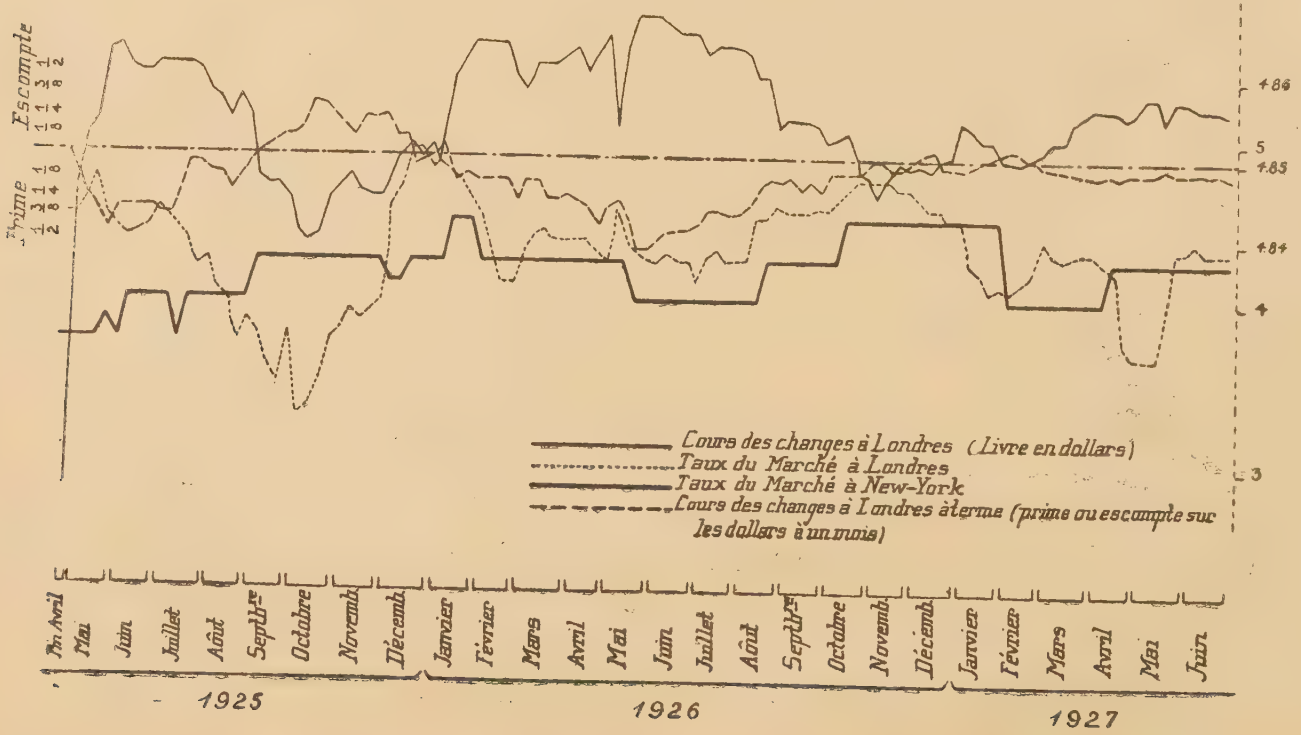
Indices des Prix de Gros en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis

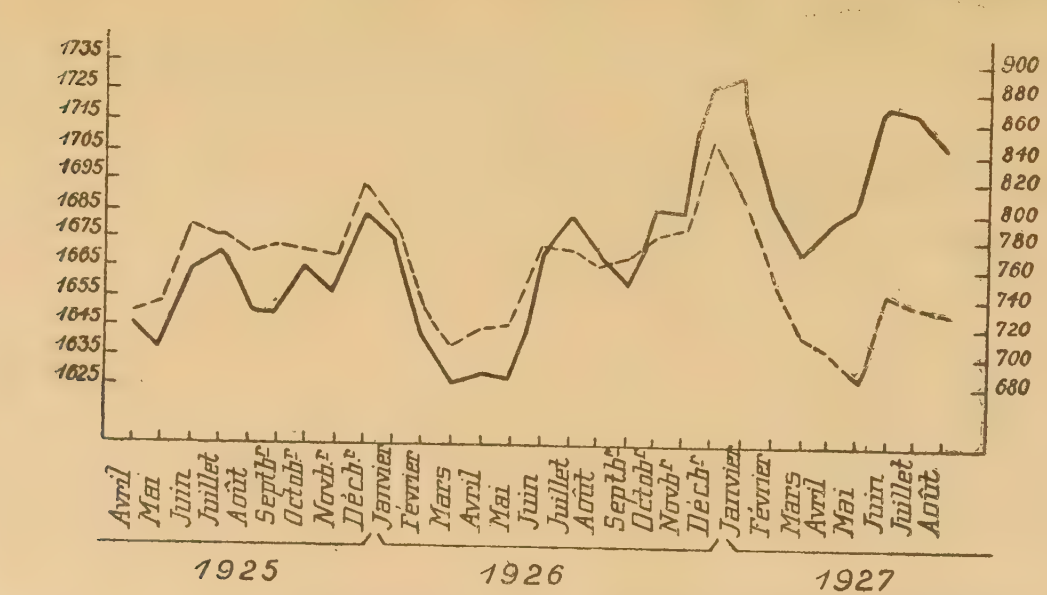
		Grande-Bretagne (*Economist*)	Etats-Unis (*Bureau of Labour*)
		—	—
1925	Janvier	177.1	160
	Février	177.2	161
	Mars	173.8	161
	Avril	169.0	156
	Mai	165.5	155
	Juin	161.6	157
	Juillet	165.1	159.9
	Août	165.2	160.4
	Septembre	164.4	159.7
	Octobre	160.7	157.6
	Novembre	160.5	157.7
	Décembre	157.9	156.2
1926	Janvier	155.6	156.0
	Février	153.7	155.0
	Mars	151.8	151.5
	Avril	150.5	151.1
	Mai	149.6	151.7
	Juin	149.8	152.3
	Juillet	150.2	150.7
	Août	154.3	149.2
	Septembre	157.7	150.5

	Octobre	157.3	149.7
	Novembre	155.3	148.7
	Décembre	147.0	147.2
1927	Janvier	145.9	146.9
	Février	149.0	146.4
	Mars	146.4	145.3
	Avril	145.6	144.2
	Mai	147.9	

Indices des Prix de Détail en Grande-Bretagne

1925	Janvier	179
	Février	179
	Mars	175
	Avril	173
	Mai	172
	Juin	173
	Juillet	173
	Août	174
	Septembre	176
	Octobre	176
	Novembre	177
	Décembre	175
1926	Janvier	173
	Février	172
	Mars	168
	Avril	167
	Mai	168
	Juin	170
	Juillet	170
	Août	172
	Septembre	174
	Octobre	179
	Novembre	179
	Décembre	175
1927	Janvier	172
	Février	171
	Mars	165
	Avril	164
	Mai	163
	Juin	166
	Juillet	164
	Août	165


Escompte
Prime
4.86
5
4.85
4.84
4
3
Cours des changes à Londres (Livre en dollars)
Taux du Marché à Londres
Taux du Marché à New-York
Cours des changes à Londres à terme (prime ou escompte sur les dollars à un mois)
Fin Avril
Mai
Juin
Juillet
Août
Septbre
Octobre
Novemb.
Décemb.
Janvier
Février
Mars
Avril
Mai
Juin
Juillet
Août
Septbre
Octobre
Novemb.
Décemb.
Janvier
Février
Mars
Avril
Mai
Juin
1925
1926
1927



——— Volume des dépôts dans les 10 Clearing Banks de Londres
- - - - - Volume de la dette flottante

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION 7

CHAPITRE PREMIER. — Les Préliminaires de la Réforme et le Rapport du Comité Bradbury 13

CHAPITRE II. — Le Gold Standard Act 49

CHAPITRE III. — La Politique Monétaire Anglaise après l'adoption du Gold Standard Act (1925-1927).. 77

CHAPITRE IV. — Les conséquences Economiques de la Réforme 107

CHAPITRE V. — L'avenir de la Réforme 131

BIBLIOGRAPHIE 153

APPENDICE. — Documents Statistiques 155